

España

# Observatorio Económico

Madrid, 13 de enero de 2011

**Análisis Económico**  
Unidad de España

## Impulso de la demanda externa, debilidad de la demanda interna

- **Los datos conocidos del cuarto trimestre anticipan una moderada mejoría de la actividad respecto al tercero**  
El crecimiento en el último trimestre del año respecto al trimestre anterior podría situarse entre el 0,1% y el 0,2%, lo que sigue siendo insuficiente para crear empleo, como avala la evolución de la afiliación. Este crecimiento es consistente con nuestro escenario de contracción del PIB en 2010 del 0,2%.
- **Tras el fuerte ajuste de la demanda interna durante el tercer trimestre, los indicadores del cuarto sugieren una corrección al alza del crecimiento del consumo**  
No obstante, la tendencia generalizada en todos los indicadores de demanda interna se corresponde con unos fundamentales que continúan débiles y que no modifican las expectativas sobre una recuperación leve de la demanda interna. Por su parte, las exportaciones continúan creciendo y lo hacen a tasas anualizadas elevadas.
- **A lo largo del último trimestre del año el contexto internacional evolucionó hacia una situación de mayor incertidumbre debido a la crisis de deuda soberana en Europa**  
Su impacto en la actividad dependerá crucialmente de su persistencia. A este respecto, los indicadores de confianza dan señales mixtas respecto al efecto que está teniendo esta mayor incertidumbre sobre familias y empresas, mostrando un ligero deterioro de las perspectivas para los consumidores y una mejora para la industria.
- **El Estado mantiene firme el paso con el ajuste fiscal, lo que, junto con los datos de ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas, hace prever el cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria de 2010 con cierta holgura**  
Situarse el déficit de 2010 por debajo del objetivo previsto del 9,3% del PIB reduciría significativamente la incertidumbre en los mercados y permitiría afrontar 2011 con una mejor situación de partida.
- **Para acelerar la recuperación, mejorar la confianza interna y externa sobre la economía española y evitar el contagio de la crisis de deuda es imprescindible la adopción rápida y ambiciosa de las medidas anunciadas en el mercado de trabajo, sistema de pensiones y reestructuración bancaria.**

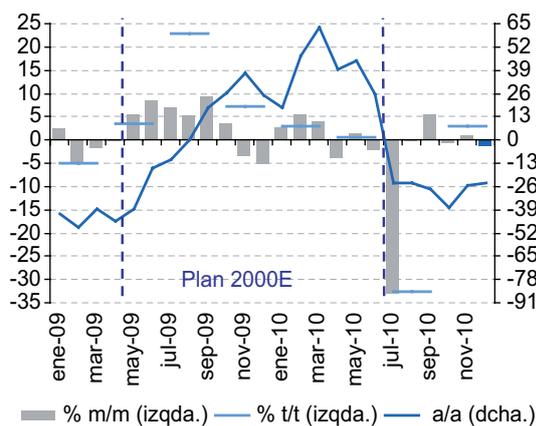
## Los datos confirman que durante el cuarto trimestre de 2010 la demanda interna mejoró sensiblemente respecto a lo observado en el tercero, aunque probablemente su crecimiento fue cercano al de una situación de estancamiento

Diversos indicadores relacionados con el consumo privado apuntan a que el comportamiento del gasto de los hogares se corrigió positivamente durante los últimos tres meses del año anterior. Por ejemplo, cuando se corrigen los datos brutos de matriculaciones de la estacionalidad propia del mes y del efecto calendario (CVEC), las estimaciones de BBVA Research indican que el número de turistas matriculados en diciembre se redujo un 1,3%, lo que unido al estancamiento de octubre y al dato positivo de noviembre, indica un crecimiento marginalmente positivo de la demanda en 4T10, comparándose positivamente con la caída observada durante el 3T10 que superó el 30%.

Por lo que respecta al comercio al por menor, en noviembre se produjo una caída de carácter estacional en línea con lo previsto que supuso una reducción de -5,2% m/m y -1,0% a/a. Las cifras CVEC (-0,9% m/m; -1,1% a/a) indican que todos los componentes registraron tasas de variación mensuales negativas en noviembre. En resumen, tras la caída experimentada en 3T10 alentada por el aumento del IVA en julio, los datos de octubre y noviembre apuntan a que el comercio minorista habría continuado deteriorándose en 4T10, aunque a un ritmo menor que el observado en el trimestre precedente.

Gráfico 1

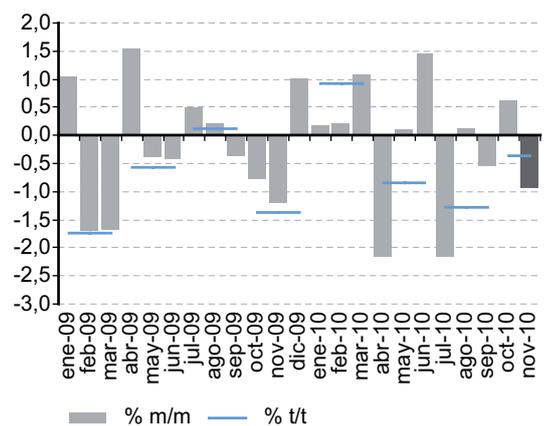
**España: matriculaciones de turistas (Datos CVEC)**



CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario  
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 2

**España: comercio al por menor (Precios constantes. Datos CVEC)**



CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Mercado laboral en diciembre: datos positivos, pero insuficientes para comenzar a pensar en la recuperación sostenida del empleo

Los registros del mercado laboral de diciembre, positivos en cuanto a desempleo, cierran un cuarto trimestre caracterizado por una situación de estancamiento. Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del período, se observa que si bien la economía todavía es incapaz de crear empleo, el aumento del paro se ralentiza significativamente. Tanto las disminuciones del número de desempleados de noviembre y diciembre, como el mayor dinamismo de la contratación son señales positivas, pero resultan todavía insuficientes para comenzar a pensar en una recuperación sostenida.

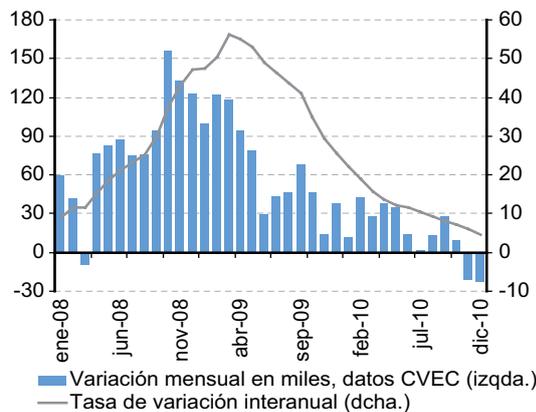
La afiliación a la Seguridad Social (media mensual) cayó en diciembre en 27,7 miles de personas, cifra por debajo de lo previsto (BBVA Research: -65,0 miles). Corregida de variaciones estacionales y efectos calendario, la disminución del número de afiliados se ralentizó el pasado mes, esta vez hasta las -5,9 miles de personas. A nivel sectorial, la evolución favorable del empleo en el sector primario -significativamente mejor de lo esperado- y en servicios -en línea- no fue suficiente para compensar las caídas anticipadas de la afiliación en industria y, sobre todo, en construcción.

La reducción del desempleo registrado en diciembre (-10,2 miles de personas) se situó en la parte baja de nuestro rango de previsión (-23,6 miles de personas) y significativamente por debajo del aumento promedio de los meses de diciembre de la última década (+1,0% m/m). Una vez corregida la estacionalidad propia del mes, el paro registrado experimentó su segundo descenso consecutivo desde comienzos de 2008 (-23,3 miles de personas).

En el conjunto del cuarto trimestre, tanto el número de afiliados a la Seguridad Social como el de desempleados registrados permanecieron prácticamente estancados. Sin embargo, mientras que la afiliación disminuyó casi lo mismo que en el trimestre precedente (un -0,2% t/t CVEC frente a un -0,3% en 3T10), el crecimiento del desempleo se desaceleró significativamente hasta el 0,2% t/t CVEC (1,0% t/t en 3T10).

Gráfico 3

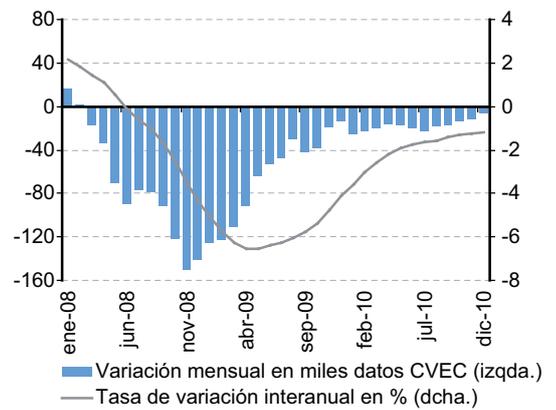
**España: desempleo registrado**



Fuente: BBVA Research a partir de datos del SPEE

Gráfico 4

**España: afiliación media a la Seguridad Social**



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

**La producción industrial sorprendió positivamente en noviembre y cabe esperar nuevas mejoras en el corto plazo**

La producción industrial corregida de efecto calendario registró un crecimiento en torno al 2,3% a/a en noviembre, 4,2 pp por encima de la variación interanual registrada en octubre y 6,8 pp superior a nuestra previsión central (BBVA Research: -4,5% a/a). Sin embargo, los datos de noviembre no suponen aún una ruptura de la desaceleración paulatina en el crecimiento tendencial de esta variable y sus componentes atribuible, en gran parte, al agotamiento del pronunciado efecto base que impulsó el crecimiento interanual durante el primer semestre del año.

En términos CVEC, volvió a registrarse un crecimiento positivo de la producción industrial, si bien muy moderado, y en línea con la debilidad de la recuperación de la actividad en el sector observada en el conjunto de 2010. Junto con el dato de noviembre, solo se han observado tasas mensuales positivas (CVEC) en los meses de mayo, agosto y octubre, situándose el crecimiento medio mensual en lo que va del año en torno al 0,0% m/m CVEC.

A pesar de la innovación al alza del IPI, tanto la continuación de la desaceleración del crecimiento tendencial, como la magnitud moderada del crecimiento en términos intermensuales CVEC siguen evidenciando la debilidad de la recuperación de la actividad en el sector. No obstante, el retorno de la confianza industrial a su promedio histórico y, en particular, la mejora de las expectativas de producción futura, adelantan posibles mejoras en el corto plazo.

**El sector exterior habría seguido contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía en 4T10**

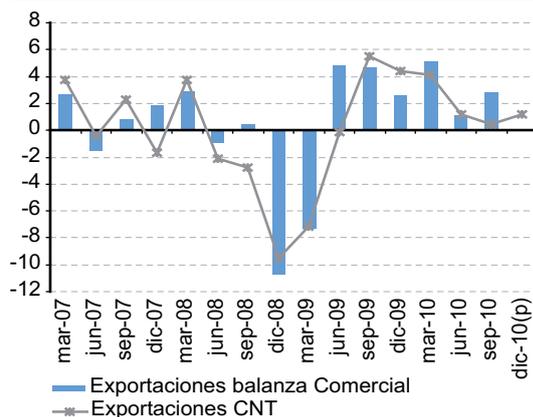
La evolución CVEC de octubre sugiere una recuperación en el crecimiento de las exportaciones y de las importaciones de bienes tras las caídas generalizadas por grandes sectores registradas el mes anterior. En particular, destaca el crecimiento de las exportaciones de bienes de capital (+12,1% m/m) y, en menor medida, de las exportaciones de bienes de consumo (+3,5% m/m). Asimismo, las importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios se recuperan notablemente (+6,8% m/m y +2,7% m/m, respectivamente), mientras las importaciones de bienes de consumo crecen a un ritmo más lento (+0,4% m/m) si bien se corrige la fuerte contracción que experimentaron en el mes de septiembre.

Por su parte, el déficit de la balanza comercial en octubre se sitúa en -51,9 miles de millones de euros en acumulado a doce meses, cifra muy similar a la registrada en septiembre (-52,1 miles de millones). El comportamiento del déficit comercial se debe a un ligero deterioro en el saldo de la balanza energética, que registra en acumulado anual un déficit de -33,9 miles millones de euros (+0,5 miles de millones más de déficit con respecto a septiembre de 2010), el cual se compensa con una mejora en el saldo deficitario de la balanza no energética de 0,7 miles de millones de euros. De este modo, el saldo no energético pasa de los -18,8 miles de millones de euros registrados en el acumulado del mes anterior a -18,1 miles de millones de euros en el acumulado a doce meses de octubre. En porcentaje del PIB, el saldo deficitario se sitúa en el 4,9%, manteniéndose estable con respecto al mes anterior. El dato bruto del mes de octubre indica que el déficit de la balanza comercial mejoró con respecto al mes anterior, situándose en -3,7 miles de millones de euros (septiembre: -4,3 miles de millones).

Respecto a la cuenta corriente, se reduce el saldo deficitario en más de dos mil millones de euros, situándose en -50,3 miles de millones de euros acumulados en octubre frente a los -52,5 miles de millones de euros del mes anterior. Parece confirmarse, tal y como se esperaba, la senda de reducción del déficit de la balanza de bienes en el acumulado anual, hecho que vendría liderado por el buen comportamiento exportador que se desprende de los datos de octubre de la balanza comercial y por el creciente superávit que registra el sector servicios en el acumulado a doce meses. De continuar esta senda, la economía española reduciría nuevamente a final de año su déficit por cuenta corriente y, por lo tanto, la necesidad de financiación procedente del exterior.

Gráfico 5

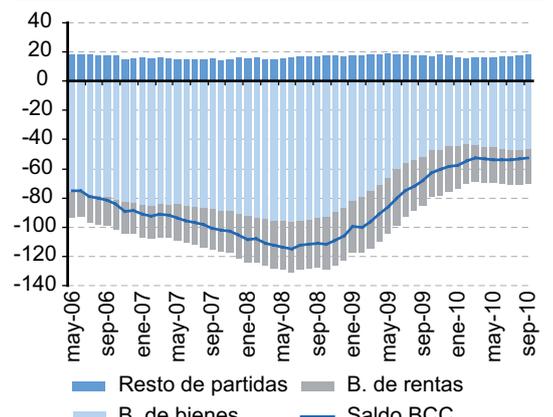
**España:**  
**exportaciones de bienes en volumen**  
**(Crecimiento intertrimestral CVEC; en %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 6

**España:**  
**balanza por cuenta corriente (miles de millones de euros, acumulado a 12 meses)**



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

**El impacto en la actividad de la incertidumbre en los mercados financieros dependerá crucialmente de su persistencia. A este respecto, los indicadores de confianza dan señales mixtas.**

En el mes de diciembre, la confianza del consumidor volvió a retroceder mientras que la confianza industrial repuntó hasta una cota ligeramente superior a su promedio histórico. Tal y como se observa en el gráfico adjunto, el indicador relativo al consumo retrocedió en diciembre hasta los -22,8 puntos desde los -20,7 registrados en noviembre. Con el dato de diciembre, la confianza de los consumidores sigue posicionándose por debajo de su promedio histórico (-12,9) y solo ligeramente por encima del límite superior de los valores históricamente atípicos registrados entre abril de 2008 y mayo de 2009.

En el caso de la confianza industrial se observó un nuevo repunte, esta vez hasta los -8,1 desde los -10,0 puntos registrados en noviembre. Cabe destacar que con el dato de diciembre la confianza industrial se posiciona por primera vez desde el comienzo de la crisis en una cota superior a su promedio histórico (-9,0 puntos). Adicionalmente, es de prever que el ritmo de recuperación de la producción industrial registre una aceleración moderada en los próximos meses. En particular, el indicador de expectativas de producción futura, que exhibe una alta correlación con el IPI corregido de calendario, registró en diciembre un crecimiento de 4,0 puntos.

Gráfico 7

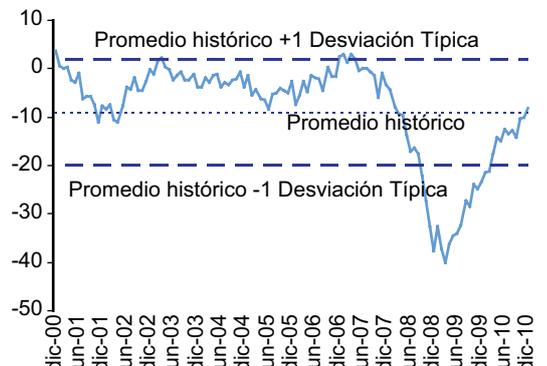
**España: confianza del consumidor (Saldo neto de respuestas)**



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico 8

**España: confianza industrial (Saldo neto de respuestas)**



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

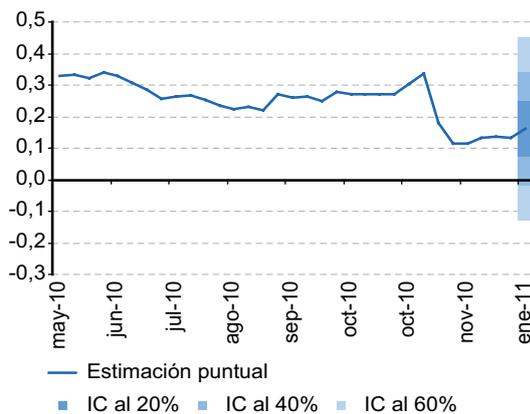
**Ligera mejora de la actividad en el cuarto trimestre respecto al tercero**

En síntesis, con poco más de un 80% de la información referente al cuarto trimestre de 2010 que utiliza nuestro modelo MICA-BBVA<sup>1</sup>, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa en el 0,2% t/t, cifra ligeramente mejor a lo esperado hace un mes cuando el modelo incluía un 50% de la información del trimestre (+0,1% t/t). Este crecimiento continúa siendo consistente con nuestro escenario base en el que esperamos una contracción del PIB en torno al -0,2% para el conjunto de 2010, aunque existe un ligero sesgo al alza sobre estas previsiones.

La nueva información recopilada desde la publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de noviembre<sup>2</sup> indica que a lo largo de los últimos dos meses ha mejorado parcialmente la tendencia respecto al trimestre anterior. Aunque mejor de lo que se preveía la pasada primavera, la recuperación de la economía continúa siendo excesivamente débil y la actividad se encuentra prácticamente estancada. Como se observa en los Gráficos 9 y 10, aunque nuestra previsión central es positiva, los intervalos de confianza de nuestras previsiones de crecimiento en tiempo real siguen siendo amplios.

Gráfico 9

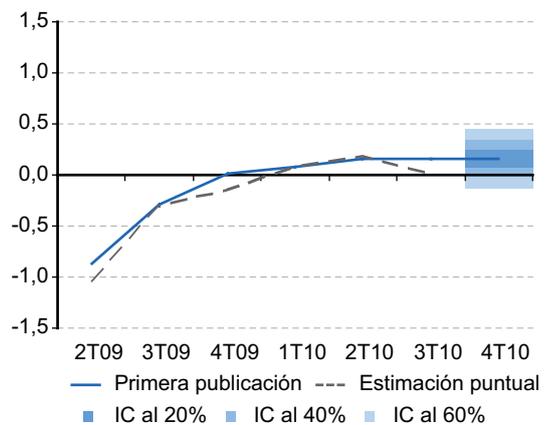
**España: previsiones de crecimiento del PIB para 4T10 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (% t/t)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10

**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)\***



\* Última estimación para 4T10: 7 de enero de 2011  
Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

1: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21.  
2: Disponible en: [http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1011\\_Situacion\\_Espana\\_e\\_tcm346-235062.pdf?ts=1212011](http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1011_Situacion_Espana_e_tcm346-235062.pdf?ts=1212011)

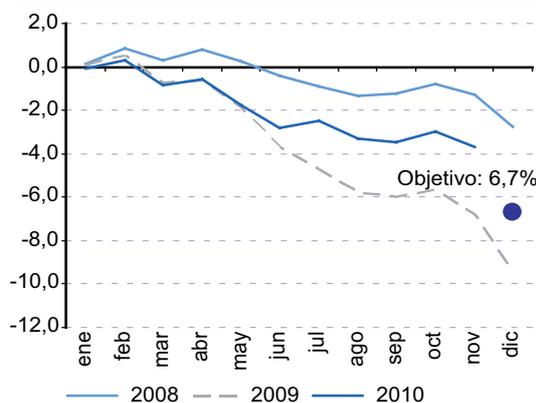
## Nueva disminución del déficit del Estado durante el mes de noviembre y ejecución presupuestaria de las CC.AA. en línea con el objetivo para 2010, que podrá cumplirse con holgura

Los datos ofrecidos por el Ministerio de Economía y Hacienda (MEH) referidos a las comunidades autónomas muestran una señal similar a la que ya se desprendía de los datos de deuda publicados por el Banco de España a 3T10: hay margen suficiente para cumplir con su objetivo de consolidación fiscal. Así, el déficit de las comunidades se situó en el 1,24% del PIB en 3T10, 0,22 puntos porcentuales por encima de la cifra de 2T10, pero 1,2 pp por debajo del objetivo. Este margen debería ser suficiente, habida cuenta que en 2007, 2008 y 2009 el incremento de déficit en el último trimestre fue de 8 décimas del PIB.

Este dato refleja la contención en el gasto de las comunidades autónomas, y es consistente con el moderado incremento de la deuda publicado por el Banco de España (+0,3 pp en el trimestre). Con la última información suministrada por el Ministerio, sólo Murcia, con un 3,12%, y Castilla La Mancha, con un 4,69%, se sitúan por encima del 2% del PIB, pero estas dos comunidades sólo suponen un 7,5% del déficit autonómico. Sin embargo, más recientemente, la Generalitat de Cataluña ha anunciado que en 2010 registrará un déficit presupuestario superior al objetivo establecido. A pesar de estas desviaciones se espera que se cumpla el objetivo del 2,4% fijado para el conjunto de comunidades autónomas.

Gráfico 11

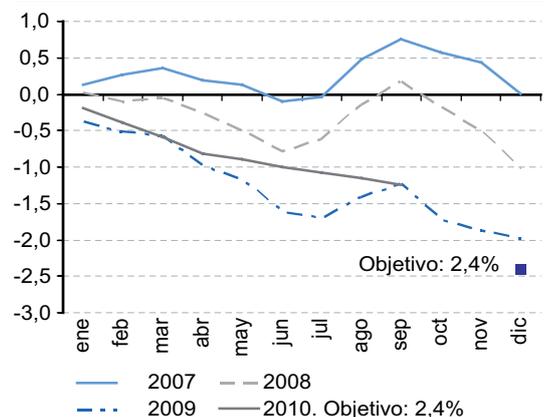
### España: déficit del Estado (Acumulado del año, % del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

Gráfico 12

### España: déficit de las CC.AA. (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH y CC.AA.

En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, su déficit acumulado se situó a final de noviembre de 2010 en el -3,7% del PIB, aumentando en torno a siete décimas respecto al déficit registrado en octubre, de acuerdo a lo esperado. Hacia delante y por motivos estacionales, se espera que el déficit presente un deterioro adicional durante el mes diciembre. No obstante, el importante esfuerzo de contención del gasto que se está realizando hace esperar que el déficit quede incluso algo por debajo del objetivo fijado para final de año. En el acumulado a doce meses, el déficit del Estado se situó en noviembre en el 6,3% del PIB, por debajo del objetivo del -6,7% (sin ajustar del efecto de las liquidaciones negativas de la financiación a las administraciones territoriales, con dicho ajuste el objetivo se quedaría en el -5,9%).

## **La adopción rápida y ambiciosa de las reformas anunciadas, crucial para mejorar la confianza de los mercados y evitar el contagio en la crisis de deuda soberana europea**

El gobierno continúa avanzando en la consolidación del proceso de reformas estructurales iniciado el pasado verano. Particularmente positivo ha sido la publicación el mes pasado del desglose del déficit de las comunidades autónomas, que forma parte de un proceso de transparencia que deberá consolidarse este año en línea con los acuerdos tomados en el Consejo de Política Fiscal y Financiera. Para asegurar la estabilidad de las finanzas públicas en el medio plazo, el Gobierno también anunció la aprobación en Consejo de Ministros el próximo 28 de enero, una reforma al sistema de pensiones. Es preciso que esta reforma sea lo más ambiciosa posible y que garantice la sostenibilidad del sistema, lo que ayudaría a reducir la incertidumbre sobre su solvencia futura. En otras palabras, el resultado final debe conducir inequívocamente a un incremento significativo de los recursos del sistema en los años venideros si se quiere mantener el Estado de bienestar actual. Una reforma gradual y anticipada durante los próximos 15 años permitirá reducir significativamente el coste de la reforma a corto plazo. Esta transición progresiva hacia un sistema de pensiones equilibrado actuarialmente justifica el respaldo que el conjunto de la sociedad española debe brindar a la reforma en curso y a todos los ajustes que puedan ser necesarios durante los próximos años. Como venimos sosteniendo desde hace tiempo, también es necesario completar el proceso de reestructuración del sistema financiero y que continúen, con determinación y ambición otras reformas necesarias para aumentar el crecimiento potencial y para intensificar la creación de empleo, entre las que destaca por su importancia la reforma de la negociación colectiva.

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

*Economista Jefe de España y Europa*  
**Rafael Doménech**  
34 91 537 36 72  
r.domenech@grupobbva.com

Economista Jefe de España  
**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@grupobbva.com

**Mónica Correa**  
+34 91 374 64 01  
monica.correa@grupobbva.com

**Virginia Pou**  
+34 91 537 77 23  
virginia-puo@grupobbva.com

**Juan Ramón García**  
+34 91 374 33 39  
juanramon.gl@grupobbva.com

**Pep Ruiz**  
+34 91 537 55 67  
ruiz.aguirre@grupobbva.com

**Félix Lores**  
+34 91 374 01 82  
felix.lores@grupobbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**  
+34 91 537 84 73  
camiloandres.ulloa@grupobbva.com

**Isabel Mohedano**  
+34 91 374 62 66  
isabel.mohedano@grupobbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*  
**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

*Market & Client Strategy:*  
**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@grupobbva.com  
www.bbvaresearch.com