

Situación Andalucía

PRIMER SEMESTRE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA



01 El crecimiento se estabilizará alrededor del 2,8%, aunque los riesgos tanto externos como internos se han elevado

02 En el escenario más probable se crearán 230 mil puestos de trabajo en el bienio 2016-2017

03 La demanda interna y el turismo impulsan el crecimiento andaluz, mientras las exportaciones de bienes no terminan de despegar

04 Consolidar el ajuste de las cuentas públicas y mejorar la regulación, claves para apuntalar la recuperación

Índice

1 Editorial	3
2 Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía andaluza	9
Recuadro 1. Análisis de la situación económica de Andalucía, a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Cuarto trimestre de 2015	24
Recuadro 2. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?	26
4 Cuadros	32

Fecha de cierre: 4 de marzo de 2016

1 Editorial

El comportamiento de la economía andaluza en los últimos meses y los soportes que vienen apoyando su recuperación hacen prever que el crecimiento del PIB se estabilizará durante los próximos dos años alrededor del 2,8%. Este escenario permitirá crear en torno a 230 mil puestos de trabajo entre 2016 y 2017. Los datos de actividad a cierre de 2015 e inicios de 2016 muestran que la creación de empleo y el crecimiento de la demanda interna mantienen su dinamismo. Adicionalmente, se prevé que la política monetaria sea más expansiva que hace tres meses, mientras que la disminución en el precio del petróleo, notable e inesperada en noviembre, ayudará a continuar mejorando la competitividad de las empresas y la renta de las familias. Asimismo, los exportadores continúan dirigiendo sus bienes y servicios hacia destinos europeos, lo que ha minorado los efectos de la menor demanda de países emergentes. Finalmente, el impulso fiscal ha sido mayor que el esperado y ha apoyado el crecimiento de la demanda interna. Todo lo anterior ha compensado el incremento de la incertidumbre asociado al contexto interno, a los riesgos geopolíticos, a la volatilidad en los mercados financieros y a la recuperación de la economía mundial. En todo caso, de mantenerse estas fuentes de incertidumbre, la actividad se vería afectada negativamente.

Los datos de actividad apuntan a que 2015 finalizó con un crecimiento elevado. En particular, **en el cuarto trimestre de 2015 el PIB de Andalucía podría haber aumentado un 0,8% respecto al trimestre precedente** (CVEC¹). Esta senda de crecimiento habría permitido un incremento de la actividad del 3% en el conjunto del año. Más aún, el modelo MICA-BBVA y la Encuesta realizada a la red de oficinas de BBVA en Andalucía (véase el Recuadro 1) sugieren que el crecimiento regional se mantendría en tasas similares (0,7% t/t, CVEC) durante el primer trimestre de 2016.

Detrás de este crecimiento subyacen tanto factores externos como internos. Entre estos últimos destaca la solidez que muestra la demanda interna, apoyada en el avance de la renta disponible de las familias, unas condiciones de financiación favorables y un tono algo más expansivo de la política fiscal. A este respecto, el aumento del gasto primario de la Junta habría contribuido al incremento del empleo y la inversión en la región a corto plazo, a costa de un mayor esfuerzo fiscal y menor crecimiento futuro. Las medidas conocidas hasta la fecha anticipan que en 2016 esta política ligeramente expansiva podría continuar.

En el contexto externo, pese a que se revisan a la baja de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes y se espera una apreciación del tipo de cambio del euro respecto a las divisas de estos países, las exportaciones de bienes y servicios muestran una evolución saludable. El buen desempeño de las ventas al exterior y de la inversión es síntoma de que el mayor peso de ambos factores en la demanda agregada es una tendencia que se mantendrá previsiblemente en el tiempo. Así, aunque la caída del gasto de los hogares y empresas incentivó la internacionalización empresarial y explicó cerca del 40% del aumento de las exportaciones andaluzas de bienes no energéticos durante la crisis, el impacto parece ser asimétrico. En este sentido, la recuperación del consumo interno no está ejerciendo un efecto sustitución significativo sobre las ventas a otros países (véase el Recuadro 2). Asimismo, el mantenimiento de una demanda interna dinámica en España y la mejora de la misma en Europa suponen un soporte adicional para un turismo que vuelve a verse beneficiado por las dificultades de los mercados competidores, convirtiéndose en uno de los motores del crecimiento de Andalucía durante 2015. Con todo, las exportaciones de Andalucía continúan caracterizadas por una elevada volatilidad y una escasa diversificación, lo que supone un riesgo adicional en un contexto de elevada incertidumbre.

1: Datos Corregidos de Variaciones Estacionales y de Calendario (CVEC).

La caída del precio del petróleo y la política monetaria apoyarán la recuperación. Aunque durante los últimos meses ha aumentado la incertidumbre sobre cuánto de la caída se debe a factores de oferta o de demanda, la continuación del crecimiento de las exportaciones de servicios, junto con la evidencia que apunta a un aumento significativo de la producción corriente y esperada de petróleo, sugieren que el impacto neto sobre el crecimiento será positivo. En particular, se estima que **la reducción en la previsión del precio del petróleo podría aportar en torno a 1,3 puntos al PIB de Andalucía, ligeramente superior a la que se espera en el conjunto de España.** Por otro lado, las medidas recientes adoptadas por el Banco Central Europeo anticipan que la política monetaria se mantendrá expansiva por un período prolongado de tiempo², con tipos de interés históricamente bajos, lo que ayudará a continuar el proceso de desapalancamiento en aquellas empresas y familias que todavía lo necesiten, además de incentivar la demanda de crédito solvente.

En todo caso, el escenario que aquí se presenta enfrenta un grado de incertidumbre particularmente elevado, con una acumulación de riesgos atípica que podría ralentizar la recuperación. El aumento de la volatilidad de los mercados de capitales parece estar más ligado a un aumento de la incertidumbre sobre los posibles efectos que pueda tener la caída del precio del petróleo en algunas partes de la economía mundial y, sobre todo, del aumento en la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo. Así, han aumentado las dudas sobre el ritmo de crecimiento en China, el proceso de transición que vive hacia un nuevo modelo productivo y la capacidad de sus autoridades para garantizar que los cambios se den de una manera sosegada. Pero de mantenerse en el tiempo, esta inseguridad terminaría inevitablemente trasladándose al conjunto de la actividad económica.

A nivel doméstico, la incertidumbre sobre la política económica destaca como uno de los principales obstáculos para mantener el crecimiento. Tener certeza sobre el entorno regulatorio, fiscal o institucional es una de las condiciones necesarias para la adecuada toma de decisiones por parte de familias y empresas. Sin dicha seguridad, puede producirse el retraso de proyectos de inversión o de compra de bienes y servicios, lo que afectaría negativamente a la demanda interna y a las expectativas de crecimiento futuro. El actual contexto político puede hacer que dicha incertidumbre se incremente. Un ejemplo de lo anterior es la desviación del déficit del conjunto de las CC.AA. respecto a la meta en 2015, pese a la mejora cíclica de los ingresos y la reducción en el gasto por intereses. En este contexto, y manteniendo la credibilidad sobre su capacidad de control de las finanzas públicas, la Junta de Andalucía junto con otras instituciones debe continuar en su esfuerzo por avanzar en las reformas estructurales que incentiven la inversión, la creación de empleo y la mejora del capital humano. Con una tasa de paro que aún se encuentra en el entorno del 30%, Andalucía se enfrenta aún a problemas acuciantes, de manera que la estrategia más inteligente de consolidación fiscal, es aquella que se basa en el aumento del crecimiento potencial de la economía mediante la reducción del paro estructural.

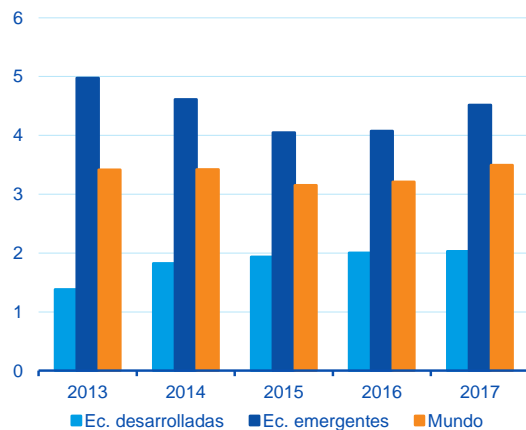
2: Para más detalles véanse los Observatorios BCE de BBVA Research publicados el 3 de diciembre de 2015 y el 21 de enero de 2016. Disponibles en <https://goo.gl/GA306o> y <https://goo.gl/Etwfs0>

2 Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable³

La intensificación de algunos de los focos de riesgo durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, viene acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas de tamaño relevante, como Rusia o Brasil, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

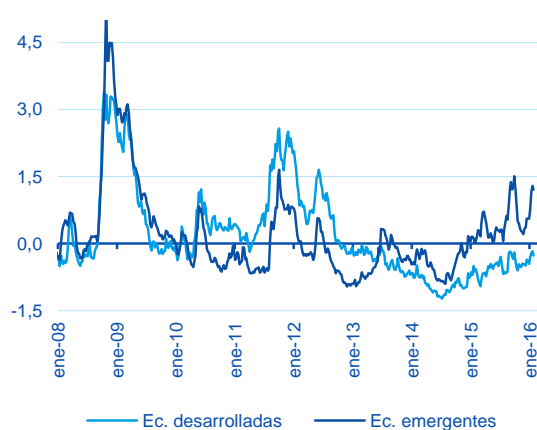
El PIB mundial crecerá el 3,2% en 2016, repitiendo el avance de 2015, y se acelerará moderadamente en 2017 hasta el 3,5%. Este crecimiento, que sigue siendo el menor desde 2009, está condicionado por el deterioro de la demanda en el bloque de economías emergentes y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción, las decisiones de inversión empresarial y el gasto en consumo. Con EE. UU. creciendo a tasas del 2,5% y la eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar el peor comportamiento relativo esperado para los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y CRB

El PIB de la eurozona tuvo el comportamiento ligeramente peor que el esperado hace tres meses, estabilizándose en tasas de crecimiento del 0,3% trimestral, que dan como resultado **un avance esperado para el conjunto de 2015 del 1,5%**. Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, **la Eurozona podría crecer este año un 1,8% y un 2,0% en 2017**, las mismas cifras que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo que la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas tendrían sobre la demanda doméstica y,

3: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al primer trimestre de 2016, disponibles en: <https://www.bbva-research.com/>

en concreto, sobre el consumo privado, sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

De hecho, **la composición del PIB correspondiente al tercer trimestre de 2015 y la prevista para el cuarto sitúa al consumo, tanto público como privado, como la partida más dinámica** gracias a la recuperación del empleo y la caída de precios por el abaratamiento del petróleo, en un contexto en el que la confianza de los hogares ha logrado mantenerse elevada. **Las sorpresas negativas proceden, fundamentalmente, de la inversión**, pese a la mejor percepción de los empresarios sobre la situación económica, el aumento de las nuevas operaciones de crédito bancario y los reducidos tipos de interés.

Las dudas sobre la fortaleza de la demanda externa (el comercio de bienes de la eurozona está acusando tanto la caída de las ventas al bloque de países emergentes como la desaceleración de las realizadas al de países desarrollados) **y el clima de incertidumbre política que impera en algunos países podrían estar lastrando el crecimiento de la inversión**. Además, el retraso en el cumplimiento con los objetivos de déficit público y en la implementación de reformas estructurales clave para relanzar la actividad a medio plazo son factores que también pueden estar dificultando la toma de decisiones de inversión en capital fijo. En este contexto de inestabilidad política, **el papel del BCE continuará siendo determinante para evitar un deterioro acusado de las condiciones de financiación**.

En España la recuperación continúa, a pesar de la incertidumbre⁴

En 2015 la economía española consolidó la recuperación emprendida a mediados de 2013. A pesar de que el entorno macroeconómico no estuvo libre de riesgos, se mantuvo el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por importantes vientos de cola (como la caída del precio del petróleo), **el mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria y los cambios estructurales producidos en los últimos años**. Entre estos últimos, destacan la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas puestas en marcha y los cambios en la estructura productiva, como la reorientación de la inversión hacia los componentes de equipo y maquinaria y de la demanda agregada hacia las exportaciones.

Al hilo de estos avances, el crecimiento trimestral alcanzó su velocidad punta al cierre del primer semestre del año, con una tasa del 1,0%, mientras que durante el segundo semestre se estabilizó en el 0,8% t/t⁵. En consecuencia, **la economía española cerró 2015 con un crecimiento del PIB superior al esperado hace un año (del 3,2% frente al 2,7%)**, que supuso, además, el primer avance anual por encima de la media histórica desde 2007⁶. **Como ya ocurriera en 2014, la expansión de la actividad en el conjunto del año se concentró en la demanda nacional (principalmente, privada)**. Destaca, en primer lugar, el crecimiento robusto del consumo y la inversión productiva y, en segundo lugar, la recuperación de la inversión residencial que, aunque menos dinámica que la esperada, se saldó con el primer crecimiento anual en nueve años (véase el Gráfico 2.3). **Por el contrario, la demanda externa neta drenó crecimiento por segundo año consecutivo**, a pesar de que las ventas al exterior se expandieron en un entorno de desaceleración de las economías emergentes y de recuperación gradual de las desarrolladas. De esta forma, la aportación negativa del saldo comercial al crecimiento se explica por el repunte de las importaciones.

Hacia delante, los elementos incorporados en la actualización del escenario macroeconómico aconsejan mantener, al menos de momento, las previsiones de crecimiento de la economía española para el presente bienio. De cara al primer trimestre de 2016, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la tendencia de recuperación de la economía española se está prolongando

4: Un mayor detalle sobre el comportamiento de la economía española se puede encontrar en <https://goo.gl/VtpxSb>

5: Todas las cifras comentadas referentes a la Contabilidad Nacional Trimestral están corregidas de estacionalidad y efecto calendario (CVEC).

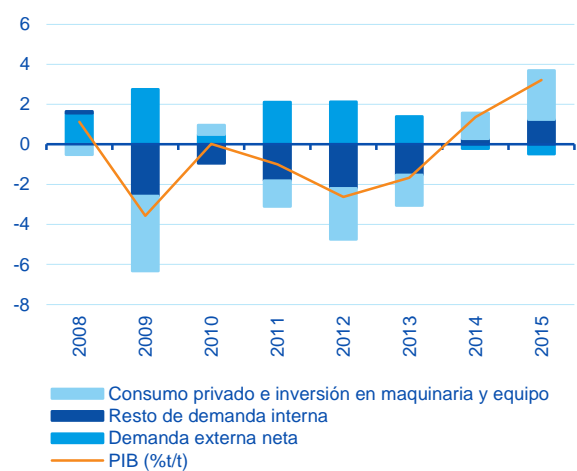
6: El crecimiento medio anual entre 1971 y 2014 se sitúa en el entorno del 2,5%.

(previsión MICA-BBVA: 0,8% t/t) (véase el Gráfico 2.4). **Tanto en 2016 como en 2017 la actividad crecerá el 2,7%**, un ritmo suficiente para acumular al final del periodo una creación neta de empleo en torno al millón de puestos de trabajo.

La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. La economía global seguirá creciendo ligeramente por encima del 3,0%, lo que unido a la caída en el precio del petróleo apoyará el aumento de las exportaciones españolas, a pesar de la apreciación del tipo de cambio frente a las divisas emergentes. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria incentivará el aumento de la demanda. A nivel doméstico, la continuidad en la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y una política fiscal moderadamente expansiva contribuirán al incremento de la demanda interna (véase el Cuadro 2.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que, probablemente, se saldrá con una **aportación negativa de la demanda externa neta al crecimiento.**

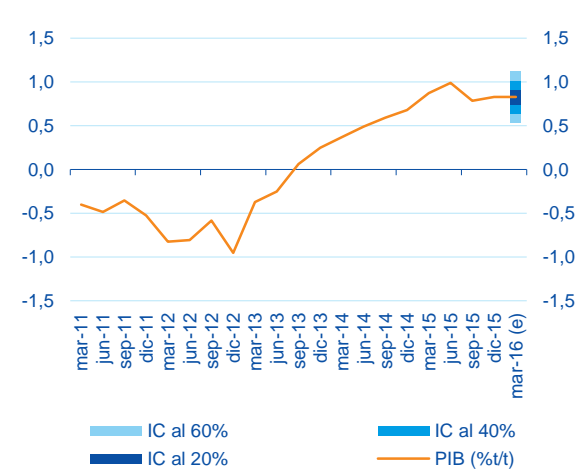
Con todo, el incremento de la incertidumbre sobre la política económica en España no permite mejorar, al menos de momento, las expectativas de crecimiento para el presente bienio. Aunque hasta ahora se mantiene una tendencia favorable de actividad y empleo, si la incertidumbre no se disipa rápida y favorablemente, podría tener un impacto relevante sobre las decisiones económicas de empresas y familias⁷.

Gráfico 2.3
España: contribuciones al crecimiento anual del PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.4
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

7: Véase el Recuadro 1 de Situación España, 1T16, [La incertidumbre sobre la política económica en España: medición e impacto](https://goo.gl/x6goYM) disponible en <https://goo.gl/x6goYM>

Cuadro 2.1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T15	2T15	3T15	4T15	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,3	2,8	3,4	3,5	0,9	3,0	2,7	2,4
G.C.F Privado	2,5	2,9	3,5	3,5	1,2	3,1	2,8	2,5
G.C.F AA. PP.	1,5	2,5	3,0	3,7	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	6,1	6,3	6,7	6,4	3,5	6,4	4,2	5,6
Equipo y Maquinaria	8,3	10,1	11,2	10,9	10,6	10,2	4,8	5,0
Construcción	6,2	5,2	5,2	4,6	-0,2	5,3	3,8	5,9
Vivienda	2,9	2,6	2,1	2,2	-1,4	2,4	4,2	8,2
Otros edificios y Otras Construcciones	8,8	7,3	7,6	6,4	0,8	7,5	3,5	4,2
Demanda nacional (*)	3,1	3,4	4,1	4,1	1,6	3,7	2,9	3,0
Exportaciones	5,8	6,0	4,5	5,3	5,1	5,4	4,8	5,7
Importaciones	7,6	7,4	7,2	7,7	6,4	7,5	5,8	6,8
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,2	-0,7	-0,6	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
PIB real pm	2,7	3,2	3,4	3,5	1,4	3,2	2,7	2,7
PIB nominal pm	3,2	3,7	4,1	4,3	1,0	3,8	4,1	5,2
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	2,7	3,2	3,5	3,6	1,5	3,2	2,6	2,5
PIB sin construcción	2,3	3,0	3,2	3,4	1,5	3,0	2,6	2,4
Empleo total (EPA)	3,0	3,0	3,1	3,0	1,2	3,0	2,9	2,6
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	23,8	22,4	21,2	20,9	24,4	22,1	19,8	18,3
Empleo total (e.t.c.)	2,9	2,9	3,1	3,0	1,1	3,0	2,5	2,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

3 Perspectivas de crecimiento de la economía andaluza

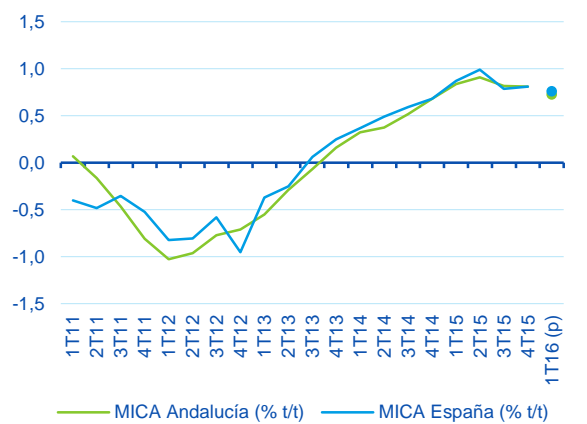
De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, la economía andaluza podría haber alcanzado un crecimiento del 3,0% en 2015. Ello supone consolidar la evolución iniciada en 2014, cuando el PIB regional se incrementó en un 1,0%. El aumento del consumo privado, asociado a la mejora de la confianza y del empleo, el buen comportamiento del turismo y la construcción residencial y una política fiscal más expansiva que compensaron la contracción de la obra pública y de las exportaciones, habrían permitido reducir el diferencial de crecimiento con España desde las 4 décimas de 2014 a sólo 2 en 2015 (de acuerdo con las estimaciones preliminares de BBVA Research). La información ya conocida en el momento de cierre de este informe permite anticipar que la recuperación de la actividad continúa, y **en el primer trimestre de 2016 el PIB andaluz podría volver a crecer a un ritmo cercano al 0,7% trimestral** (véase el Gráfico 3.1). Esta evolución es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica que BBVA realiza a los empleados de su red comercial en la región (véanse el Gráfico 3.2 y el Recuadro 1).

Hacia delante, **en el panorama económico internacional se espera un crecimiento global similar al registrado el año anterior, en torno al 3%**. A los factores externos se suma una nueva caída del precio del petróleo (más de un 40% desde el inicio del tercer trimestre de 2015), **que podría aportar algo más de un punto al crecimiento económico en 2016**. A nivel doméstico, **la mejora de las condiciones de financiación a empresas y familias**, una política fiscal moderadamente expansiva y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda interna.

Por lo tanto, **en el escenario más probable, la inercia de la actividad económica y los factores de soporte arriba mencionados justifican un crecimiento que se estabilizará en torno al 2,8% en 2016 y 2017**, una décima por encima de la media española. **Este escenario permitirá crear en torno a 230 mil puestos de trabajo entre 2016 y 2017**. Ello supone recuperar el 70% de los empleos perdidos entre 2007 y 2013 y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 25% al final del bienio.

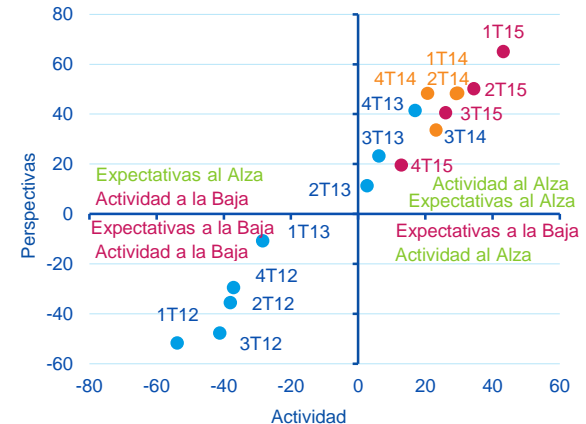
En todo caso, se percibe una mayor probabilidad de ocurrencia de ciertos eventos de riesgo como la reducción en la riqueza financiera, el aumento en la incertidumbre sobre la política económica o el retraso en el proceso de ajuste fiscal a nivel autonómico.

Gráfico 3.1
Crecimiento del PIB de Andalucía y España estimado por los modelos MICA-BBVA (% t/t, CVEC)



(p): previsión. 1T16 incluye la información disponible a cierre de esta publicación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 3.2
Encuesta BBVA de Actividad Económica en Andalucía: pulso de la actividad y perspectivas hacia el siguiente trimestre (saldo de respuestas extremas, %)



Fuente: BBVA Research

El dinamismo del consumo privado continúa, aunque se modera

El consumo de los hogares andaluces se aceleró en 2015, apoyado en los tipos de interés históricamente bajos y en la mejora de la renta de las familias, que se ha visto favorecida por la creación de empleo, la rebaja del IRPF y la disminución del precio del petróleo. Con todo, el menor impacto de algunos de los vientos de cola que impulsaron el consumo en el primer semestre habría provocado su **desaceleración en la segunda parte del año**. Esta tendencia parece continuar en los primeros meses de 2016, de acuerdo con la señal mostrada por los indicadores parciales de consumo (véase el Cuadro 3.1) y el Indicador Sintético de Consumo Regional ISCR-BBVA (véase el Gráfico 3.3), dada la contracción de la riqueza financiera asociada a la corrección de las bolsas desde el inicio del año.

Cuadro 3.1

Andalucía y España: evolución de los principales indicadores de consumo (% t/t, CVEC)

	Matriculación de vehículos		Ventas minoristas		Ind. de Actividad en los Servicios		Importaciones de bienes de consumo*	
	Andalucía	España	Andalucía	España	Andalucía	España	Andalucía	España
% t/t (CVEC)								
1T14	-1,5	4,9	0,6	-0,1	1,4	0,6	2,7	3,5
2T14	13,4	13,9	1,2	1,3	1,0	1,2	8,5	6,3
3T14	0,2	-6,4	-0,3	0,4	0,8	1,0	-0,1	0,4
4T14	12,9	9,1	0,1	0,8	0,7	0,6	3,5	2,1
1T15	9,3	12,4	1,6	1,1	1,3	1,5	2,1	5,7
2T15	-2,1	-1,4	0,9	0,6	1,4	1,6	3,6	1,7
3T15	4,7	2,0	1,0	1,3	1,6	1,0	3,4	1,8
4T15	5,3	3,4	0,7	1,1	0,0	0,9	4,4	2,1
1T16 (p)	2,5	5,8	0,0	0,5	0,4	0,7	2,0	2,2

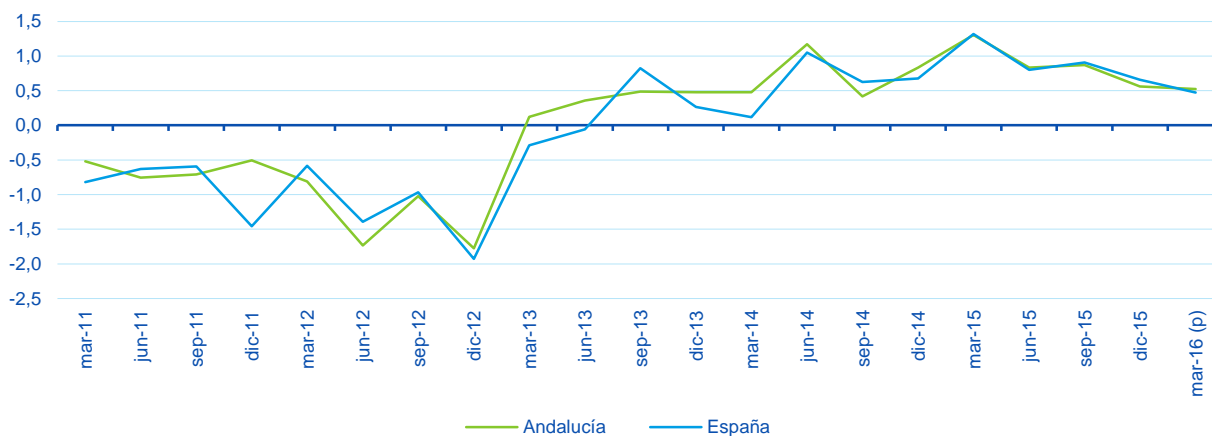
(p): previsión

*Importaciones de bienes de consumo duradero y manufacturas de consumo.

Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT y Aduanas

Gráfico 3.3

Andalucía y España: Indicador Sintético de Consumo Regional ISCR-BBVA (% t/t, CVEC)



(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT, CORES y Aduanas

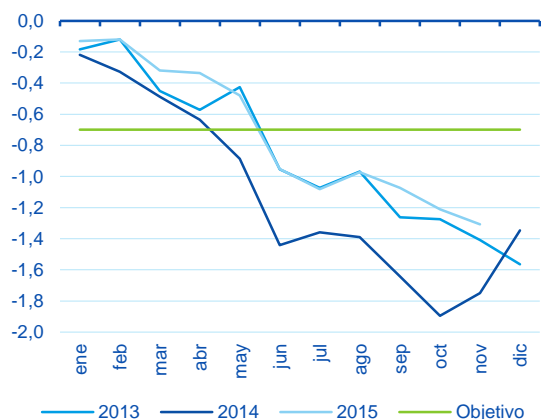
Una política fiscal autonómica más expansiva en 2015, que podría continuar en 2016

Los datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta noviembre de 2015 confirman una evolución de las cuentas públicas andaluzas mejor que la observada en 2014. Los ingresos de la Junta de Andalucía recuperaron dinamismo en línea con las entregas a cuenta, mientras la utilización de las facilidades financieras provistas por el Gobierno central permitió una caída del gasto en intereses. Ambos factores llevaron a una disminución en el desequilibrio en las cuentas autonómicas, a pesar de observarse una expansión del gasto en consumo final de la administración andaluza. Como resultado, la Junta cerró noviembre con un déficit del 1,3% del PIB regional, más de cuatro décimas por debajo del observado en el mismo periodo del año pasado (véase el Gráfico 3.4).

Atendiendo a estas cifras, la Junta de Andalucía podría haber cerrado el ejercicio de 2015 mejorando el déficit de 2014, si bien, dicho ajuste provendría casi en su totalidad del ahorro registrado en el gasto de intereses de la deuda. De hecho, el gasto primario se habría mantenido prácticamente estable respecto al año anterior (véase el Gráfico 3.5). Hacia delante, los presupuestos aprobados para 2016 confirman la continuidad de las políticas ligeramente expansivas iniciadas en 2015. Así, para este año la Junta de Andalucía ha aprobado, entre otras medidas expansivas, una reducción de la tarifa autonómica del IRPF acercándola al tramo estatal, la devolución de un 25% de la paga extraordinaria retirada en 2012, una subida del 1% a los salarios públicos, o la reversión de otras medidas de contención del gasto de personal aplicadas en años anteriores.

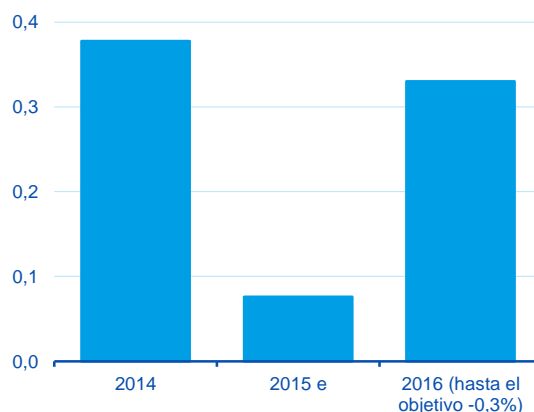
La última información publicada por la Junta apunta un cumplimiento del objetivo de 2015⁸. Ello supondría un elevado esfuerzo de consolidación fiscal en la última parte del año. De cumplirse este escenario, la comunidad tendría que reducir el gasto primario en torno a tres décimas del PIB para situar el déficit en el 0,3% del PIB regional, fijado como objetivo de estabilidad para 2016. Dado que seguirá beneficiándose de la reducción de la carga financiera asociada al Fondo de financiación de comunidades autónomas, la Junta de Andalucía no debería tener excesivos problemas para cerrar el año cumpliendo sus compromisos de estabilidad, si bien habrá de mantener un férreo control sobre el gasto público.

Gráfico 3.4
Junta de Andalucía: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.5
Junta de Andalucía: ajuste del gasto primario (p.p. del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

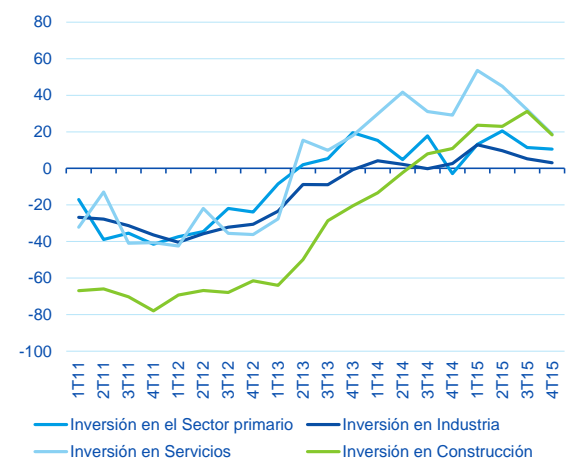
8: Véase, al respecto: <http://goo.gl/pWxdn6>

La inversión en Andalucía se apoya en la recuperación del sector inmobiliario

Frente a la mejora consistente del consumo privado, la inversión muestra señales más dubitativas, y con una cierta heterogeneidad por componentes. Así, las encuestas de BBVA a la red comercial reflejan que, si bien la inversión habría continuado incrementándose en el último trimestre del año, lo estaría haciendo a un ritmo inferior del observado a principios de 2015. Además, esta desaceleración parece mayor en la inversión en la industria, mientras que la construcción es la que estaría manteniendo un ritmo similar al de hace un año (véase el Gráfico 3.6).

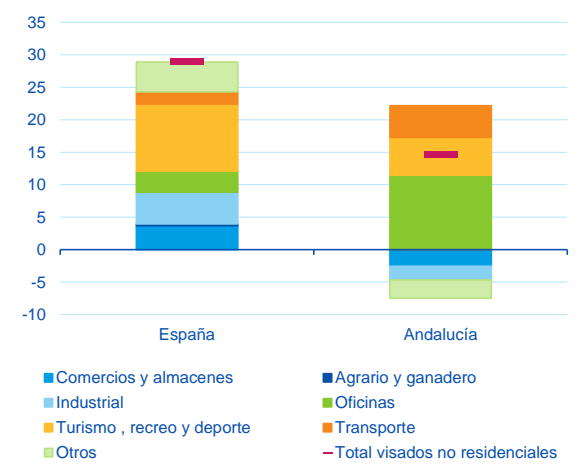
Este comportamiento se ve corroborado por la evolución de la construcción de edificios no residenciales⁹, que en 2015 creció el 14,7%, frente al incremento del 28,9% de media en España. Desglosando los usos de estas edificaciones, destacó el incremento de la superficie visada para la construcción de edificios destinados a oficinas, a servicios de transporte y a uso turístico, de recreo y deportivo. Por el contrario, se redujo la superficie visada destinada a nuevas edificaciones de uso industrial y comercial (véase el Gráfico 3.7).

Gráfico 3.6
Inversión en la Encuesta BBVA sobre Actividad económica en Andalucía (Saldo de respuestas extremas, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.7
Visados de obra no residencial. 2015, % a/a y aportación al crecimiento p.p.



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Por su parte, los datos del mercado inmobiliario en Andalucía indican que el sector continúa recuperándose. Por ejemplo, la venta de viviendas volvió a crecer en el tercer trimestre del año, según los datos de transacciones del Ministerio de Fomento, que muestran que entre julio y septiembre las operaciones de compraventa se elevaron a 18.623, lo que supuso un crecimiento del 4,9% t/t CVEC, gracias a un mejor comportamiento tanto de la demanda de residentes en la región como de los extranjeros.

La comparación interanual indica que la venta de viviendas en Andalucía ha ido ganando tracción a lo largo del año. Al igual que en los dos trimestres precedentes, en el tercero las ventas superaron las del mismo periodo de 2014. En esta ocasión el ritmo de crecimiento fue del 18,6% a/a, 4,4 p.p. más que en el 2T15, auspiciado por la buena evolución de las ventas de viviendas de segunda mano, que aumentaron a una tasa interanual del 25,0%. Por el contrario, la venta de viviendas nuevas cayó el 17,7% en el mismo periodo. Este descenso puede estar relacionado con la propia definición de vivienda nueva¹⁰ y, porque, pese a la

9: Edificios destinados a servicios comerciales y almacenamiento, a actividades agrarias y ganaderas, industriales, oficinas, a turismo y recreo y servicios de transporte, entre otros.

10: Se consideran viviendas nuevas aquellas con una antigüedad inferior a cinco años desde la fecha de construcción y que no han sido transmitidas previamente.

sobreoferta aún existente, el escaso número de viviendas terminadas reduce paulatinamente el número de viviendas atractivas para la demanda¹¹.

En comparación con la media nacional, en el tercer trimestre la demanda en Andalucía se mostró más dinámica y el crecimiento interanual de las ventas fue 2,3 p.p. mayor que en el conjunto del país (16,3%). La composición de la demanda reflejó una **buena evolución de las compras efectuadas por habitantes en la región** (25,3% a/a, frente al aumento medio del 16,6% en el conjunto de España) **y por extranjeros** (25,3%, 4,1p.p. más que la media nacional). Por el contrario, las compras de los residentes en otras comunidades autónomas cayeron a una tasa interanual del 6,7%, lo que contrasta con el aumento del 10,1% de media en España (véase el Gráfico 3.8).

A falta de los datos del último trimestre, **las ventas de vivienda habrían concluido 2015 con un nuevo crecimiento, el segundo consecutivo tras el registrado en 2014**. Por el momento, el acumulado entre enero y septiembre arrojó un incremento interanual de las ventas del 12,9%, en línea con el crecimiento medio nacional en el mismo periodo (12,8%). Por provincias, en los tres primeros trimestres del año las ventas mostraron aumentos en todas ellas. Destacan los incrementos de Cádiz (25,1%), Jaén (17,6%) y Córdoba (16,2%), a lo que siguen Málaga (13,1%), Granada (12,1%) y Huelva (10,0%). El menor dinamismo se observó en Sevilla (7,3%) y Almería (6,5%).

Consistentemente con la aceleración de las operaciones de compraventa, **en la segunda parte del año el precio de la vivienda volvió a crecer**, acumulándose ya cinco trimestres de revalorización interanual. De este modo, 2015 concluyó con un aumento del precio de la vivienda del 0,6% respecto a 2014, algo inferior al 1,1% registrado de media en España, lo que podría indicar que el valor de la viviendas en la región podría haberse estabilizado.

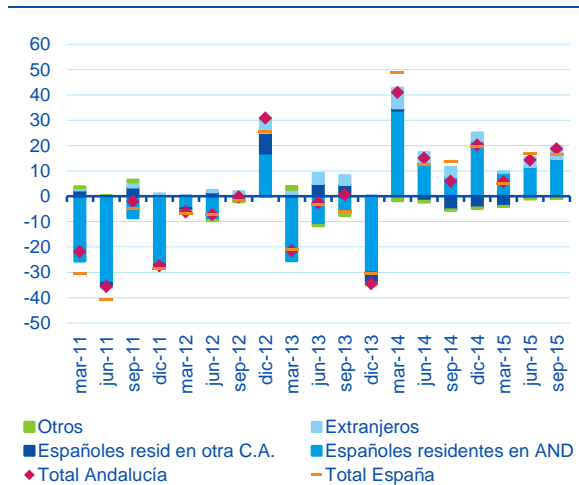
La actividad constructora evolucionó favorablemente en 2015, tal y como reflejan los datos de los visados de vivienda de obra nueva conocidos. Todo ello a pesar de que en el segundo semestre del año la firma de visados de vivienda de obra nueva se redujo a un ritmo promedio del 1,0% t/t (véase el Gráfico 3.9). Finalmente, **2015 habrá sido el primer año de crecimiento para la iniciación de nuevas viviendas desde el inicio de la crisis**. En particular, el aumento de los visados fue del 56,5%. Un incremento importante, pero que parte de un nivel mínimo.

El análisis provincial revela también una **elevada heterogeneidad en la iniciación de nuevas viviendas en la región**. Mientras en Málaga y Córdoba los visados firmados en 2015 doblaron los aprobados en el mismo periodo del año anterior, en Granada crecieron al 86,2%, al tiempo que en Almería y Cádiz aumentaron al 68,6% y el 51,2%, respectivamente. En Jaén el crecimiento fue más moderado, del 6,7%, y en Huelva los visados permanecieron estancados respecto a los aprobados en 2014. Por el contrario, en Sevilla los visados cayeron el 16,7% en 2015.

11: En 2015 las nuevas viviendas que se incorporaron al mercado no llegaron a las 8.000 viviendas, alrededor del 15% menos que en 2014, representando tan sólo el 6% de las terminadas en 2007.

Gráfico 3.8

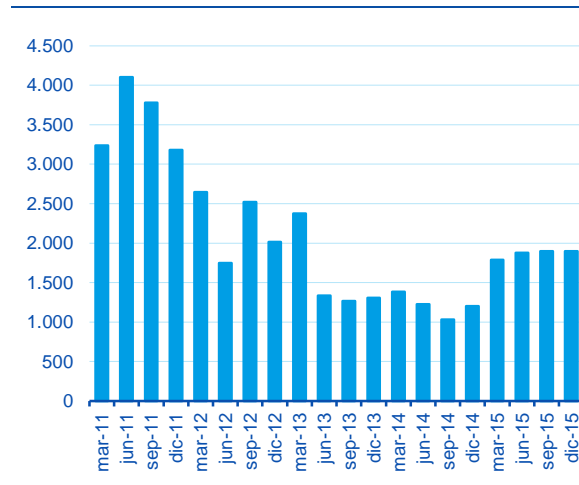
Andalucía: contribución al crecimiento interanual de las ventas de vivienda (en pp)



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 3.9

Andalucía: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

La licitación de obra pública se redujo en 2015 tras el buen comportamiento en 2014

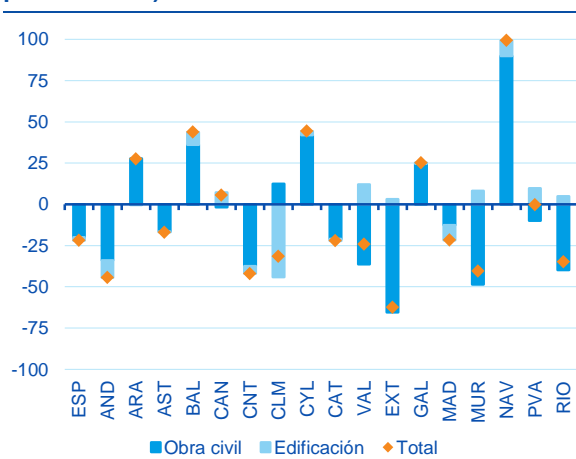
En el último cuatrimestre del año la licitación de nueva obra pública volvió a contraerse casi en un 45% interanual. Con ello, **en 2015 la licitación de obra pública se redujo en un 44,4% respecto a 2014, un descenso superior a la media nacional (-21,9%)**, tras el buen registro del año precedente. Así, tal y como refleja el Gráfico 3.10, Andalucía fue la segunda comunidad autónoma donde más cayó la licitación en 2015, tan sólo superada por Extremadura.

La desagregación territorial refleja un **deterioro interanual de la licitación en 2015 en todas las provincias andaluzas salvo en Almería**, donde el importe licitado creció el 41,4%. Granada, donde la licitación en 2014 casi se cuadruplicó para conectar la capital con la red de alta velocidad ferroviaria, fue la provincia que experimentó una mayor corrección, al caer la licitación el 71%. En Córdoba, Huelva, Málaga y Sevilla los descensos estuvieron en torno al 50% respecto al importe de 2014 y en Cádiz y Jaén los descensos superaron ligeramente el 25% (véase el Gráfico 3.11). Por tipo de obra, Málaga y Córdoba fueron las provincias donde más peso tuvo la licitación en edificación, en torno al 40% del importe total licitado en 2015. En Almería, Cádiz y Granada el peso de la obra civil superó el 80% del total y en Huelva, Jaén y Sevilla la obra civil se situó en torno al 75% de la licitación total del año.

Por importes, durante los tres primeros trimestres del año la mayor parte de la licitación se destinó a llevar a cabo obras en las redes de carreteras (en gran medida de conservación) y ferrocarriles de la región, a obras de urbanización y a obras hidráulicas, siendo el peso de la obra en edificación relativamente reducido (23% del importe total licitado).

Gráfico 3.10

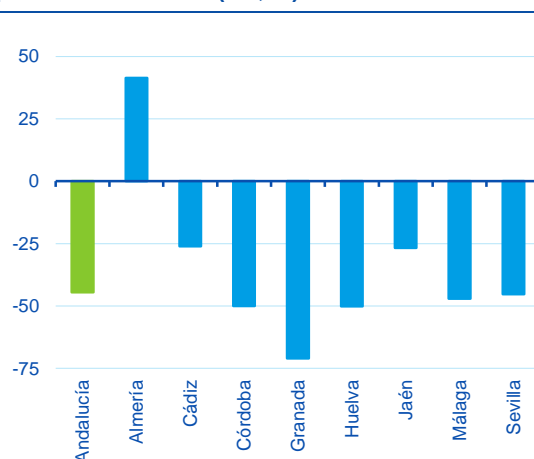
Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual en 2015 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 3.11

Andalucía: presupuesto de licitación por provincias en 2015 (a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

Por organismos financiadores, **en 2015 se redujo el importe licitado por todos los agentes financiadores**. En el caso del Estado la reducción fue del 40,9% interanual y en el de los Entes Territoriales del 48,1%. Con ello, en 2015 el peso del Estado en la licitación de obra pública se incrementó en 3,2 pp respecto a 2014 hasta alcanzar el 54,6% del total.

Las exportaciones retoman el nivel previo a la contracción del primer semestre, pero con una elevada volatilidad

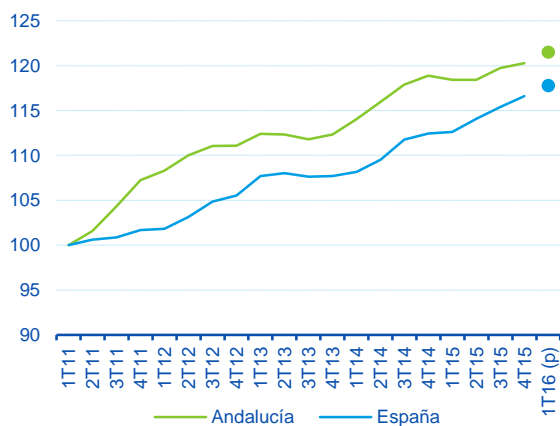
Tras haber sido el gran soporte de la economía andaluza durante los años de la crisis, en 2015 las exportaciones de bienes medidas en términos reales se redujeron un 4,8% a/a, con una evolución que fue de menos a más a lo largo de los dos semestres (véase el Gráfico 3.12). La negativa evolución durante los primeros seis meses del año, estuvo ligada a la reducción de las ventas de petróleo y a problemas de oferta en el sector agrario, en particular en el aceite¹². La recuperación en el tercer trimestre (+12% t/t, CVEC) permitió que las exportaciones no energéticas alcanzaran un nuevo máximo, pero dado que no se mantuvo en el cuarto, fue insuficiente para permitir cerrar el conjunto del año en positivo.

La mejoría en el segundo semestre se soportó en los sectores tradicionales de exportación andaluces, como los **alimentos -con frutas y hortalizas a la cabeza- o los bienes de equipo -principalmente material de transporte-** (véase el Gráfico 3.13). Con todo, algunas de las dificultades del primer semestre se mantienen. Por ejemplo, continúan reduciéndose las exportaciones de aceites y grasas (medidas en toneladas). **Por destinos, sólo las ventas a Asia contribuyeron positivamente al aumento de las exportaciones en 2015**. Especialmente negativas fueron las contribuciones de los mercados de América del Norte (-2,1 p.p.) y de la Europa situada fuera de la zona euro (-1,8 p.p.) por la contracción del mercado ruso. Pero también la zona euro, a la que Andalucía envía el 70% de su comercio exterior, mostró una evolución negativa (-0,5 p.p. de contribución al cambio en las exportaciones nominales en el año). Los datos del último trimestre, con todo, comienzan a reflejar que la desaceleración de algunos mercados exteriores podría estar incidiendo ya en el comportamiento de las ventas andaluzas. En concreto, las exportaciones hacia Europa se incrementaron en un 6,6% (CVEC) en el último trimestre, mientras que las ventas hacia América Latina se redujeron en un 27%.

12: Para un mayor detalle, véase Situación Andalucía, 2º semestre 2015, disponible en: <https://goo.gl/fGFjQo>

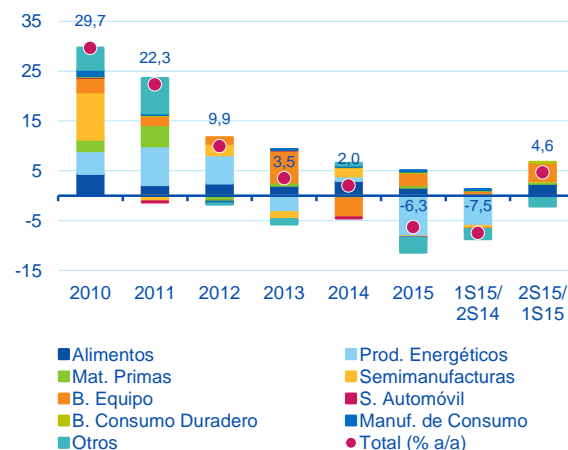
Hacia delante, las perspectivas de un crecimiento superior al 3% para la economía global en 2016 y cercano al 2% en el caso de Europa, unido al abaratamiento de los costes de transporte gracias a los bajos precios del petróleo, **supondrán un apoyo para que las ventas a la zona euro continúen mejorando, y las exportaciones de bienes andaluces vuelvan a las sendas de crecimientos sostenidos a lo largo del año.**

Gráfico 3.12
Exportaciones reales de bienes (t/t, tendencia, base 1T11=100)



(P): previsión
Fuente: BBVA Research a partir Aduanas

Gráfico 3.13
Andalucía: Exportaciones nominales de bienes por productos (aportación al crecimiento p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir Aduanas

La corrección experimentada por las ventas al exterior se vio acompañada de un ajuste de las importaciones (-2,9% en términos reales en 2015), con un comportamiento similar al de las exportaciones, incremento del 2,2% t/t CVEC en el tercer trimestre que no se consolidó en el cuarto (-0,7% t/t).

En términos nominales, **la disminución de las importaciones a lo largo de 2015 (14,3%)** estuvo marcada por las **caídas medias del 5% t/t en las compras de productos energéticos** durante los dos últimos trimestres del año, como consecuencia de los menores precios del petróleo.

La corrección de los precios de las importaciones se encuentra, por tanto, tras la reducción del déficit comercial exterior de Andalucía hasta los 1.556 millones de €, un 64% inferior al déficit alcanzado en 2014 y el más reducido desde 2004.

En resumen, el sector exterior andaluz mostró algunos signos de mejoría en la segunda mitad del año, aunque la incertidumbre sobre el crecimiento global -y especialmente sobre el crecimiento en las economías emergentes- hace que la fortaleza de esta recuperación no sea del todo clara, como muestra el hecho de que el crecimiento visto en el tercer trimestre no se haya consolidado en el cuarto.

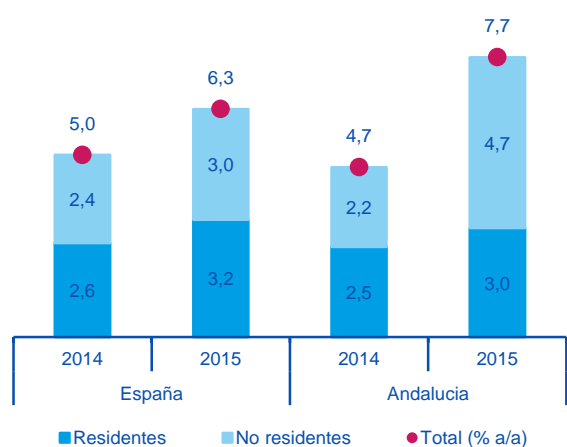
El turismo: clave para el crecimiento

El sector turístico andaluz continúa mostrando cifras récord, cerrando un año 2015 histórico con más de 16,5 millones de viajeros entrados en hoteles de la región, un 7,7% más que en 2014 (véase el Gráfico 3.14), que realizaron 47 millones de pernoctaciones (+6,9% a/a, véase el Gráfico 3.15), las cifras más elevadas desde que se registra la información. Como consecuencia, **la región concentra ya el 18,2% de los visitantes entrados en hoteles en España**, manteniéndose como la segunda comunidad autónoma con mayor afluencia de viajeros, sólo por detrás de Cataluña. Ello ha facilitado que el grado de ocupación hotelera se situase en el entorno del 50%, 3 puntos superior al observado para 2014.

Mejorando la tendencia de la primera mitad del año, **durante el segundo semestre de 2015 entraron en los hoteles andaluces casi 8,5 millones de viajeros que realizaron casi 24 millones de pernотaciones**. Si bien es cierto que la mejora en el gasto de las familias ha permitido un aumento sostenido de las pernотaciones por parte de viajeros nacionales (+2,1% t/t en el promedio del tercer y cuarto trimestre de 2015), han vuelto a ser los extranjeros los que han marcado la diferencia con incrementos cercanos al 4,2% t/t en la segunda mitad del año.

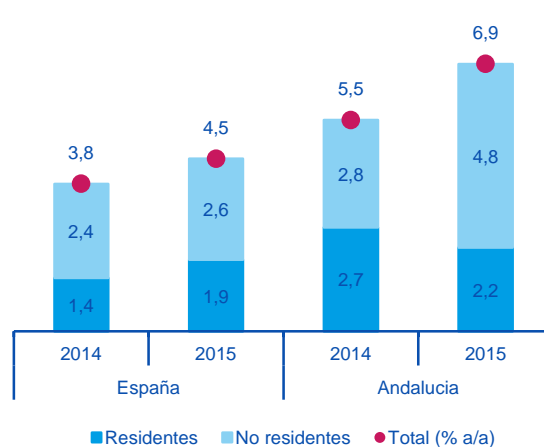
Los datos conocidos del primer trimestre mantienen la tendencia positiva del sector, con nuevos crecimientos tanto en el número de pernотaciones como de viajeros, gracias en parte a la mejora de la confianza y del mercado laboral y pese a las incertidumbres existentes.

Gráfico 3.14
Viajeros entrados en hoteles (% a/a y aportación al crecimiento por tipo de residencia p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir INE

Gráfico 3.15
Pernотaciones en hoteles (% a/a y aportación al crecimiento por tipo de residencia p.p.)



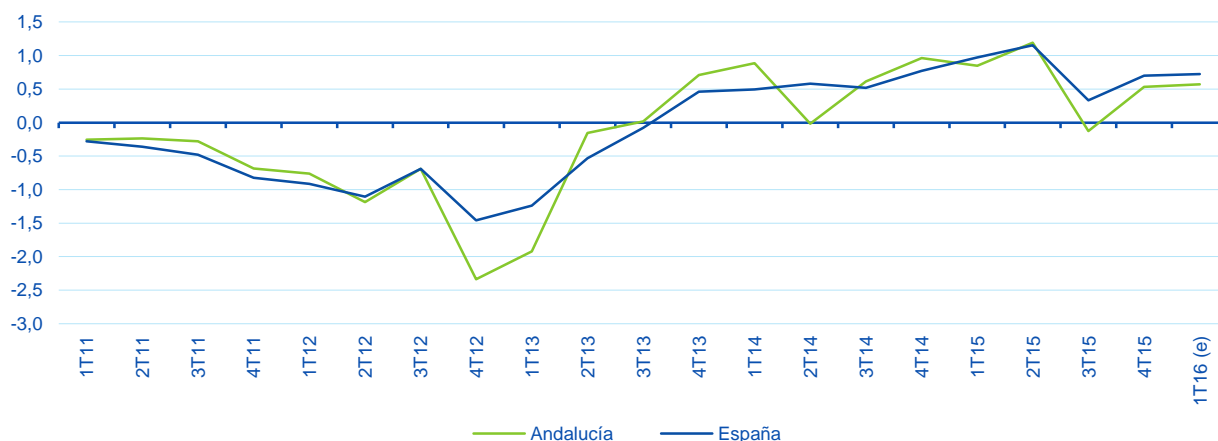
Fuente: BBVA Research a partir INE

Los servicios privados, principales dinamizadores del empleo en Andalucía

Durante el cuarto trimestre de 2015, la afiliación a la Seguridad Social en Andalucía ascendió hasta los 2,8 millones de personas. Ello permitió que en el conjunto de año el número de afiliados aumentara en un 2,9% (+1,9% en 2014). Cabe resaltar el impacto que ha tenido la fuerte volatilidad del empleo público, especialmente en el tercer trimestre, cuando la reducción observada más que compensó el crecimiento del resto de sectores. Con todo, la continuidad en el avance de la demanda interna y el turismo facilitaron que una vez agotada la corrección en el empleo público la creación de empleo haya vuelto a retomar la senda positiva durante los últimos meses del año (véase el Gráfico 3.16).

Con la información conocida este año referente a los meses de enero y febrero, todo parece apuntar a que durante el primer trimestre de 2016 la tendencia de creación de empleo se habría mantenido, soportada en el comercio y la hostelería y con una contribución nuevamente favorable del sector público (véase el Cuadro 3.2).

Gráfico 3.16
Andalucía y España: afiliación a la Seguridad Social (% t/t, CVEC)



(e): estimación. Estimación del primer trimestre de 2016 con información hasta el mes de febrero.
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Cuadro 3.2
Contribuciones al crecimiento trimestral de la afiliación a la Seguridad Social por sectores (CVEC, p.p.)

Sector	Andalucía					España				
	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16(*)	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16(*)
Agricultura	-0,7	0,8	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Construcción	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Comer., transporte y repar.	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Hostelería	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Activ. Profes.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Serv. públicos	0,9	-0,5	-0,6	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Serv. sociales y act. Artist.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	0,8	1,2	-0,1	0,5	0,6	1,0	1,2	0,3	0,7	0,7

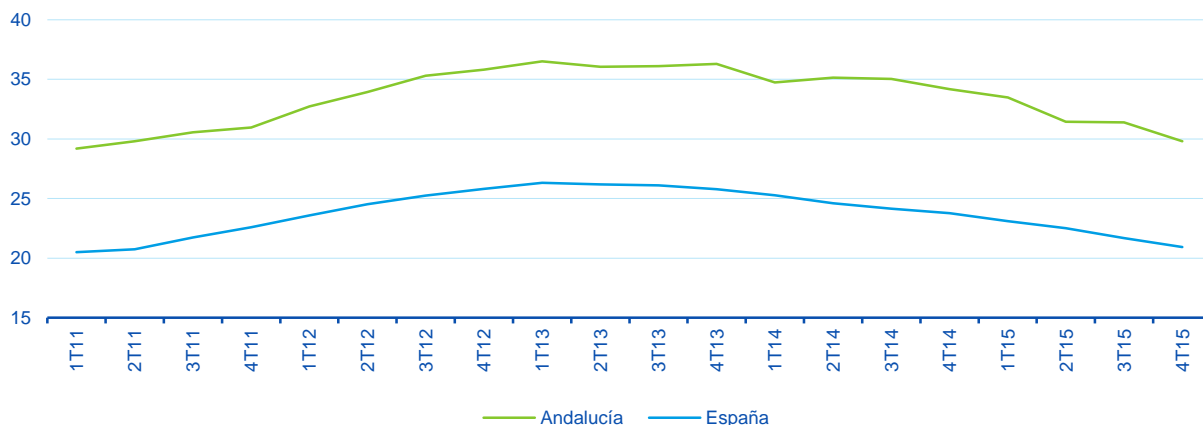
(*) Estimación del primer trimestre de 2016 con datos hasta el mes de febrero.
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

El buen comportamiento del empleo lo corrobora también la **Encuesta de Población Activa (EPA)** y **Andalucía finalizó 2015 con un crecimiento de la ocupación del 5,1% a/a (superior al incremento del 3% a/a a nivel nacional)**. Así, aunque algo menos dinámica que en el primer semestre de 2015 (+0,8% t/t en el promedio de los dos primeros trimestres, CVEC), **la mejora de la ocupación en Andalucía continuó durante la segunda mitad del año**, mostrando crecimientos que fueron de menos o más durante el tercer (0,6% t/t, CVEC) y cuarto trimestre (0,9% t/t).

La combinación del incremento en el número de ocupados con el descenso del número de activos dio lugar a que **la tasa de paro se redujera 1,6 p.p. entre junio y diciembre, hasta el 29,8% (CVEC), que aunque continúa siendo inaceptablemente elevada, ha conseguido bajar por primera vez en los últimos 4 años y medio del 30%** (véase el Gráfico 3.17).

Gráfico 3.17

Andalucía y España: tasa de paro (% CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Escenario 2016-2017: Andalucía mantendrá un crecimiento en torno al 2,8% en el próximo bienio

La evolución favorable mostrada por la economía andaluza y las perspectivas de crecimiento de su entorno, tanto nacional como internacional, sostienen un escenario en el que la recuperación de la actividad en la región se consolida, pese a un entorno de riesgos crecientes. Como se adelanta en la introducción de esta sección, se espera un aumento del PIB del 2,8% en 2016 y 2017 (véase el Cuadro 3.3), apoyado en factores tanto externos como internos. **Este crecimiento sostenido permitiría la creación neta de 230 mil empleos en este bienio y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 25% a finales de 2017.**

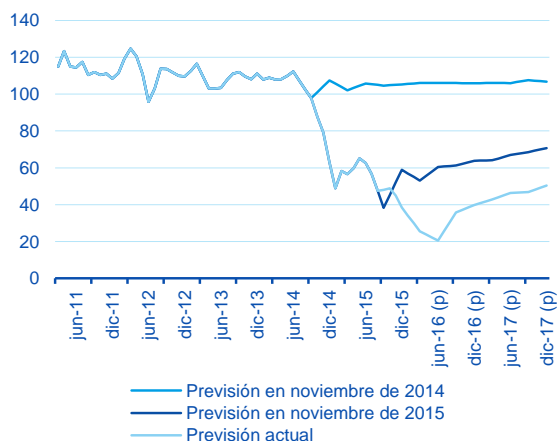
A nivel externo, la economía mundial seguirá creciendo ligeramente por encima del 3,0%, lo que unido a la caída en el precio del petróleo sustentará el aumento de las exportaciones de bienes y del turismo. La desaceleración de China y Latinoamérica y la apreciación del euro frente a las principales divisas emergentes podrían reorientar el crecimiento de las ventas exteriores hacia Europa y las economías desarrolladas. **A nivel doméstico, una política fiscal que continuará siendo moderadamente expansiva, las ganancias de las reformas llevadas a cabo sobre los desequilibrios internos y la continuación de las mejoras en las condiciones de financiación de empresas y familias serán el soporte de la demanda interna de la región.** Es previsible que dicho incremento de la demanda continúe dinamizando las importaciones regionales, por lo que la apuesta por la internacionalización de los productos andaluces será clave para que la demanda externa pueda aportar al crecimiento de la región.

El precio del petróleo y la política monetaria seguirán soplando a favor

Los bajos precios del petróleo dan un nuevo impulso a la actividad. La caída de los precios del crudo está siendo más aguda y persistente de lo esperado en la anterior edición de esta revista. De hecho, el precio del barril tipo Brent se ha reducido hasta cerca de los 35 dólares por barril al cierre de este informe, casi un 40% por debajo de su precio a comienzos del tercer trimestre de 2015 y un 70% menor que el precio al cierre del primer semestre de 2014, cuando se produjo el primer cambio de tendencia (véase el Gráfico 3.18). Lo anterior favorecerá el consumo, los márgenes empresariales, la inversión y los flujos comerciales, resultando en **un impulso de algo más de un punto porcentual al crecimiento del PIB andaluz en 2016** (véase el Gráfico 3.19).

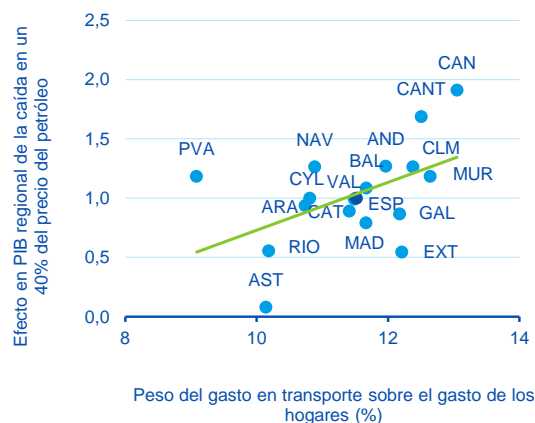
La política monetaria sustentará el crecimiento. Ante el aumento de los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la inflación de la economía europea, **el BCE ha ratificado su disposición a utilizar todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato, si fuera necesario**¹³. En el escenario más probable, se espera que estas medidas –junto con las expectativas de que la Reserva Federal continúe el proceso de normalización de la política monetaria en los EE. UU.– contribuyan a mantener depreciado el tipo de cambio del euro frente al dólar y a contener los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la inflación en la zona euro.

Gráfico 3.18
Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.19
El gasto en transporte de los hogares y efecto de la caída del petróleo en el PIB



Fuente: BBVA Research

La política fiscal mantendrá un carácter expansivo

Para el presente **año se espera que el ciclo económico vuelva a contribuir a la reducción del déficit de la Junta de Andalucía, aunque sin descuidar el control de los gastos**, dado el carácter ligeramente expansivo de los presupuestos aprobados para este año. De hecho, atendiendo a dicho presupuesto y tomando en cuenta que la Junta ha anunciado el cumplimiento del objetivo de déficit en 2015, el gasto primario autonómico debería reducirse en torno a tres décimas del PIB para cumplir con el objetivo del 0,3% del PIB regional fijado para 2016 (véase el Gráfico 3.5). Más allá de este control y considerando la reducción de la carga financiera asociada al Fondo de financiación de comunidades autónomas, la Junta de Andalucía no debería tener excesivos problemas para cumplir sus compromisos de estabilidad.

Terreno favorable para la demanda doméstica privada

La creación de empleo, la menor presión fiscal y la ausencia de presiones inflacionistas impulsarán la renta real disponible durante los próximos trimestres y compensarán el ocaso de algunos estímulos transitorios, como el plan PIVE. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria y la mejora de las condiciones de financiación ligadas a unos tipos de interés oficiales históricamente bajos también

13: En diciembre, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria ya adoptó, entre otras medidas, el recorte del tipo de la facilidad de depósito en -10pb hasta el -0,3% y la extensión del programa de compra de activos seis meses más, hasta marzo de 2017. Más recientemente, el CG adelantó que volverá a reconsiderar la postura de la política monetaria en la próxima reunión de marzo, lo que podría dar lugar a una nueva flexibilización de las medidas no convencionales o, incluso, a recortes adicionales de los tipos de interés. Para más detalles véanse los Observatorios BCE de BBVA Research publicados el 3 de diciembre de 2015 y el 21 de enero de 2016. Disponibles en <https://goo.gl/GA306o> y <https://goo.gl/Etwfso>

incentivarán el consumo privado. Por el contrario, la caída de las cotizaciones bursátiles en la primera parte del año reducirá la contribución de la riqueza financiera al crecimiento del consumo¹⁴.

Varios factores seguirán propiciando el crecimiento de la inversión. En primer lugar, el incremento tanto de la demanda doméstica como de las exportaciones seguirá incentivando la ampliación de la capacidad instalada. En segundo lugar, el tono expansivo de la política monetaria asegurará el mantenimiento del coste de la financiación en niveles reducidos y el aumento de las nuevas operaciones de crédito. Finalmente, la nueva caída de los precios del petróleo supondrá un ahorro de costes y, con ello, el incremento de los márgenes empresariales y la liberación de recursos adicionales que podrán ser destinados a inversión productiva. **Respecto al sector inmobiliario, cabe esperar que el crecimiento económico tanto de la región como del resto de España y de la UEM siga repercutiendo positivamente en la demanda residencial.** En cualquier caso, y aunque el nivel de precios se aleja de niveles mínimos, el sector todavía se encuentra en una incipiente recuperación, por lo que la actividad constructora se mantendrá en volúmenes relativamente bajos. Además, el aumento de la incertidumbre contemplado en el escenario económico incidirá negativamente en las decisiones de inversión.

El sector exterior mantendrá una dinámica positiva

La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes, junto con la apreciación del tipo de cambio del euro respecto a las divisas de estos países, **supone un entorno algo menos favorable para las exportaciones andaluzas en el corto plazo.** Con todo, el crecimiento previsto de la economía mundial para el bienio 2016-2017, la recuperación de la demanda en la UEM y el abaratamiento de los costes de transporte como consecuencia de la caída de los precios del petróleo siguen justificando una demanda sólida de bienes y servicios andaluces. En el escenario más probable, esta mejora no se verá truncada por la recuperación del mercado doméstico (véase el Recuadro 2 de esta publicación).

Se generarán 230 mil empleos en el próximo bienio

El escenario planteado a lo largo de esta publicación es consistente con una creación de empleo cercana a los 230 mil empleos en la región entre 2016 y 2017. En este contexto, se enlazarán cuatro años consecutivos de crecimiento económico, que permitirán recuperar un 70% de los puestos de trabajo destruidos durante la crisis. A pesar de ello, el ritmo de crecimiento de empleo es aún insuficiente para alcanzar los niveles de empleo de 2007 y la tasa de paro se mantendrá aún a final del bienio en niveles excesivamente elevados cercanos al 25% (véase el Gráfico 3.20).

Los retos para la economía andaluza se mantienen, en un contexto considerablemente más incierto

A pesar de que la economía andaluza continuará creciendo a un ritmo saludable, la región se encuentra sometida a una serie de riesgos, tanto externos como internos, que podrían llegar a tener efectos sobre su crecimiento. Entre los primeros, se advierten los asociados a la desaceleración de China y las economías emergentes, a los que se suman los efectos negativos que sobre las economías productoras de petróleo puede provocar una caída aguda y prolongada de los precios del crudo. A nivel europeo, en las últimas semanas algunos indicadores de coyuntura se han resentido más de lo esperado¹⁵, aumentando las dudas sobre la velocidad de la recuperación de la economía en la eurozona, principal socio comercial de

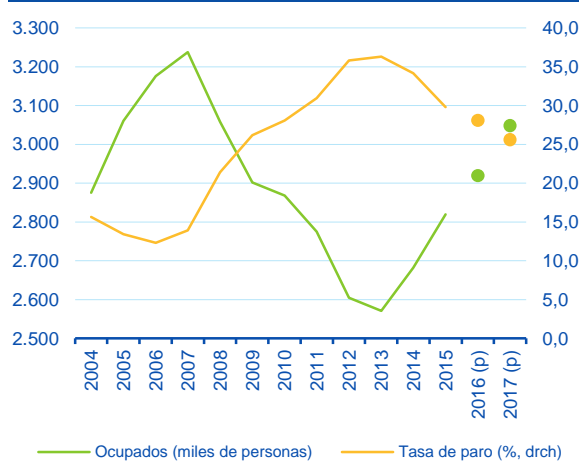
14: Las estimaciones de BBVA Research indican que una reducción de la riqueza financiera neta real de un 1% trimestral provocaría un descenso acumulado del consumo privado nacional de casi el 0,1% durante los siguientes 4 trimestres.

15: Para un análisis detallado, véase el Flash Eurozona | Los PMIs apuntan a que la economía se resiente más de lo esperado, disponible en: <https://goo.gl/gPiFgl>

Andalucía. **En España, la incertidumbre respecto a la política económica ha aumentado** y no se puede descartar que ejerza mayor presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo¹⁶.

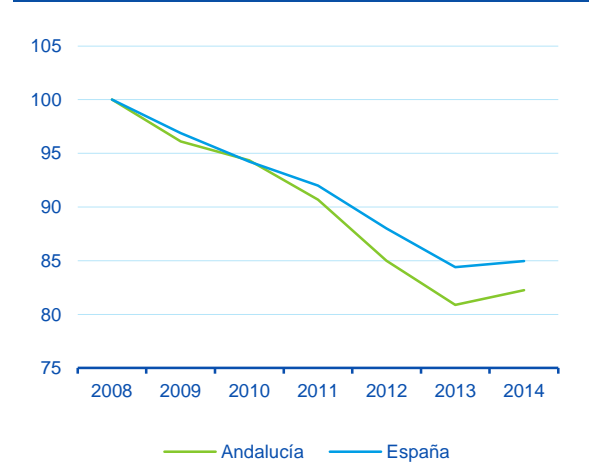
Más allá de los riesgos coyunturales de corto plazo que puedan afectar al crecimiento andaluz, la región debe tener más presente si cabe, los retos de carácter estructural que aún debe enfrentar. Por el lado de la internacionalización, las exportaciones andaluzas son todavía muy dependientes de las ventas de productos agrarios y de la energía (productos petrolíferos). Aumentar la diversificación de productos y reducir la volatilidad de las exportaciones, es clave para consolidar este esfuerzo de apertura de la economía¹⁷. Por el lado interno, **Andalucía debe continuar con el esfuerzo por mantener la credibilidad sobre su capacidad de control de las finanzas públicas, equilibrando las políticas expansivas con el cumplimiento de los objetivos de déficit de los próximos años**. Por otro lado, como ya se ha venido apuntando en los informes Situación Andalucía de los últimos años, los mayores desequilibrios han dado lugar a un mayor impacto de la crisis en la región. El PIB andaluz se situó en 2015 todavía 6,5 puntos porcentuales por debajo del alcanzado en el año 2008, frente a una brecha de 4,4 puntos en el conjunto de España. Esto ha reducido el PIB per cápita andaluz, que en términos relativos se ha alejado en 3 puntos de la media nacional, y ha afectado a otros indicadores, como el consumo de los hogares. En concreto, el gasto de los hogares andaluces se redujo en términos reales un 19,1%, frente al 15,6% de la media nacional. **Aunque la recuperación de la actividad desde 2014 está facilitando la mejora del consumo, es evidente que el margen de mejora para Andalucía es amplio** (véase el gráfico 3.21).

Gráfico 3.20
Andalucía: previsiones de empleo EPA



(p): previsión. Datos fin de periodo.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.21
Consumo real de los hogares (base 2008=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

16: Para un análisis detallado véase el Recuadro 1 de la revista Situación España Primer Trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/S7KSL0>
17: Véase el Recuadro 1 de Situación Andalucía, 1S14, La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional, disponible en <https://goo.gl/lxY0f1>

Cuadro 3.3

Crecimiento del PIB por CC. AA. (%)

	2013	2014	2015	2016	2017
Andalucía	-1,9	1,0	3,0	2,8	2,8
Aragón	0,0	1,4	2,7	2,8	2,9
Asturias	-3,6	0,5	2,6	2,0	2,4
Baleares	-1,6	1,2	3,8	3,5	3,3
Canarias	-0,8	1,7	3,2	3,2	2,9
Cantabria	-3,7	1,0	2,6	2,5	2,5
Castilla y León	-2,6	1,0	2,6	2,4	2,3
Castilla-La Mancha	-0,4	0,3	3,3	3,0	3,1
Cataluña	-1,4	1,6	3,3	2,8	2,5
Extremadura	-0,8	1,3	2,9	2,1	2,6
Galicia	-1,6	0,4	2,0	2,2	2,1
Madrid	-1,9	1,6	3,8	2,9	3,0
Murcia	-1,2	1,8	3,1	2,7	3,2
Navarra	-1,4	1,6	3,3	2,6	2,8
País Vasco	-2,7	1,3	2,5	2,4	2,6
Rioja (La)	-2,7	2,0	3,7	3,0	3,1
C. Valenciana	-1,3	1,9	3,5	2,7	2,7
España	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7

Fecha: febrero de 2016

Fuente: BBVA Research e INE

Recuadro 1. Análisis de la situación económica de Andalucía, a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Cuarto trimestre de 2015¹⁸

Los resultados de la encuesta de actividad económica en Andalucía realizada por BBVA correspondiente al cuarto trimestre de 2015, son consistentes con una economía que siguió creciendo, aunque a un ritmo algo menor que en los trimestres anteriores. Los datos de esta oleada muestran un aumento de quienes observan una estabilización, aunque también un mayor porcentaje de encuestados que observan una reducción de la actividad económica (en torno al 12% de los encuestados). A pesar de la visión algo menos favorable, con la última oleada se enlazan once trimestres consecutivos con saldos netos de respuesta positivos (véase el Gráfico R.1.1).

El saldo neto de respuestas sobre la actividad en el trimestre se mantiene en positivo en los últimos tres meses del año, alejándose del máximo histórico observado en el primer trimestre de 2015, pero todavía en niveles positivos y similares a los del cierre de 2014¹⁹.

El saldo algo menos positivo en el cuarto trimestre²⁰ (+13 p.p., frente al +26 p.p. del trimestre anterior o el máximo histórico de +43 p.p. del primer trimestre de 2015) supone continuar la ligera desaceleración a lo largo del año 2015 (véase el Cuadro R.1.1). Además, las expectativas para el primer trimestre de 2016 también se moderan (+20 p.p. de saldo neto de respuestas, frente a +41 p.p. de la oleada anterior y +65 p.p. del máximo anual a inicios de año). En conjunto, esta desaceleración a lo largo del año que refleja la encuesta es consistente con la señal del resto de indicadores manejados por BBVA Research, tanto en lo referente a lo sucedido en el año 2015 como en lo referente a lo esperado para el primer trimestre de 2016.

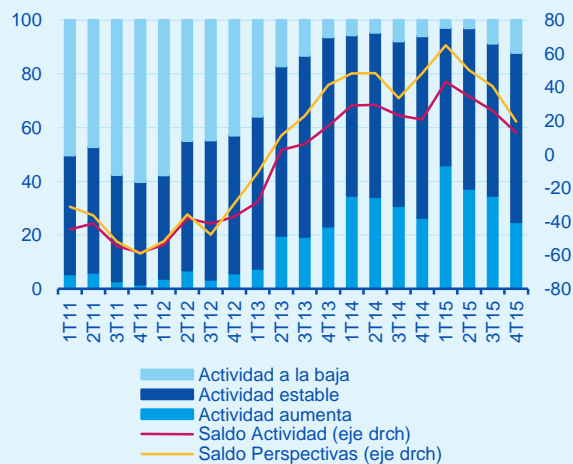
Los indicadores de ventas, turismo y exportaciones siguen siendo los que muestran un mayor dinamismo, pese a que el saldo de respuestas es ahora algo menos positivo que en trimestres anteriores (véase el Gráfico R.1.2). Así, los empleados de BBVA mantienen una percepción mayoritariamente positiva sobre el turismo, que acapara el saldo de respuestas más positivo de esta oleada, consistente con el récord de visitantes en Andalucía a lo largo de 2015. En parte favorecidos por lo anterior, la inversión y el empleo en los servicios se mantienen como los indicadores con saldos más favorables en esta oleada de la encuesta. Por el contrario, las exportaciones se mantienen elevadas, pero se desaceleran en línea con lo que muestran los indicadores de la industria y la agricultura. Finalmente, la construcción continúa mejorando, lo que también es consistente con el ritmo de los visados para la realización de obras de vivienda.

En síntesis, los resultados de la encuesta BBVA se muestran en línea con las perspectivas económicas de BBVA Research, destacando la fortaleza del sector turístico y de servicios. Asimismo, **la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Andalucía confirma que la economía andaluza mantiene un crecimiento sostenido que se extenderá también al primer trimestre de 2016**, aunque a ritmos más suaves que el trimestre anterior y con mayores incertidumbres.

18: Desde el segundo trimestre de 2008, BBVA Research amplió a Andalucía uno de sus proyectos más relevantes de análisis regional: la realización de encuestas a empleados de la red de oficinas. En particular, la Encuesta BBVA de Actividad Económica es una herramienta actual, recurrente y rápida sobre la evolución reciente de la economía en la región y sus perspectivas en el corto plazo. Para más detalles sobre el funcionamiento de la Encuesta, véase Situación España Recuadro 1, Encuesta BBVA de Actividad Económica. Una herramienta de seguimiento temprano del pulso de la economía. Situación España, 2º trimestre de 2014, disponible en: <https://goo.gl/umWcYq>

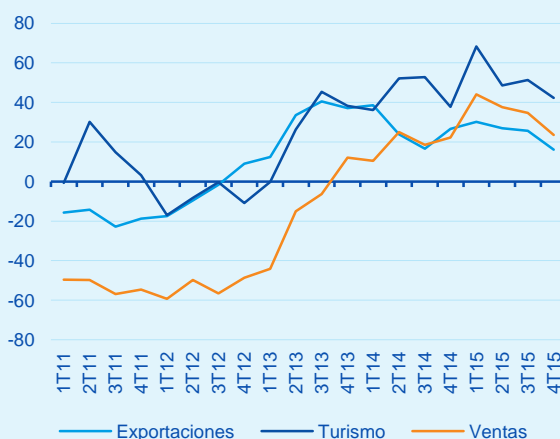
19, 20: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

Gráfico R.1.1
Andalucía: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2
Encuesta BBVA de Actividad Económica en Andalucía. Saldos de respuestas extremas (%). Variables seleccionadas



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1
Encuesta BBVA de Actividad Económica en Andalucía. Resultados generales

(% de respuestas)	4º Trimestre 2015			3º Trimestre 2015			4º Trimestre 2014		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	25	63	12	35	57	9	27	68	6
Perspectiva para el próximo trimestre	32	56	12	42	57	1	49	49	1
Producción industrial	21	70	9	33	62	5	22	75	2
Cartera de pedidos	18	67	15	37	57	6	33	63	4
Nivel de estocs	14	76	10	20	76	5	12	84	4
Inversión en el sector primario	15	80	5	17	78	5	12	73	15
Inversión industrial	11	82	8	10	85	5	8	86	6
Inversión en servicios	30	59	11	39	53	7	37	55	8
Nueva construcción	24	71	6	37	58	6	18	75	7
Empleo industrial	14	82	5	16	76	8	10	82	8
Empleo en servicios	38	52	10	42	48	10	41	52	7
Empleo en construcción	17	76	8	24	70	6	8	81	11
Precios	6	82	12	10	81	8	3	73	24
Ventas	34	56	10	42	50	8	31	59	9
Turismo	46	50	4	54	42	3	44	49	7
Exportaciones	21	74	5	26	73	1	29	69	2

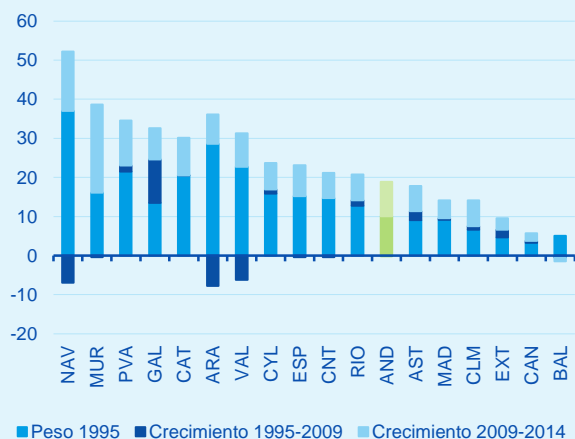
(*) Saldo de respuestas extremas.
Fuente: BBVA

Recuadro 2. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?

El crecimiento de las exportaciones puede ser clave durante los próximos años para mantener la recuperación y promover el desapalancamiento ordenado frente al resto del mundo. En particular, **la importancia de las ventas al exterior se ha visto reforzada tras el estallido de la crisis y el desplome de los mercados domésticos.** Por ejemplo, durante la última recesión, la caída del PIB en la economía española habría sido 9 puntos porcentuales (pp) más profunda que la observada en ausencia de la contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento. En este contexto, las exportaciones de bienes han aumentado su relevancia en la economía española, hasta alcanzar el 23% del PIB nominal, 8 pp por encima de su peso en 2009. **En el caso de Andalucía, esta ratio de exportaciones sobre PIB supera el 19%, tras haberse incrementado 9 pp en los últimos cinco años** (véase el Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1

CC. AA.: peso de las exportaciones sobre el PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

¿Qué explica la evolución de las exportaciones de bienes durante el último ciclo recesivo?

Numerosos estudios²¹ encuentran que el comportamiento de los determinantes tradicionales, como la demanda mundial y el tipo

de cambio efectivo real, no ha sido suficiente para explicar la expansión reciente de las exportaciones en las economías de la UEM, en un entorno de desaceleración del crecimiento global y de rigidez del tipo de cambio nominal frente a los principales socios comerciales.

El presente recuadro trata de explicar el excepcional crecimiento de las exportaciones de Andalucía partir de la influencia de las presiones de la demanda doméstica sobre la actividad exportadora.

Los **resultados** indican que:

- **Los determinantes tradicionales de las exportaciones de bienes muestran unas elasticidades en línea con la literatura reciente.** En el largo plazo, el incremento de la demanda mundial se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al crecimiento de las exportaciones, mientras que una depreciación del 1% del tipo de cambio efectivo real impulsa las exportaciones regionales en torno a 0,4 pp.
- **El consumo privado interno parece ejercer un efecto sustitución sobre la actividad exportadora.**
- **La influencia de la evolución de la demanda doméstica sobre las exportaciones es asimétrica, siendo más fuerte (y significativa) cuando el consumo doméstico cae.** En concreto, se estima que la **contracción del consumo doméstico explicó cerca del 40% del crecimiento de las exportaciones andaluzas de bienes entre 2010 y 2013.** Por el contrario, la recuperación de la demanda interna habría tenido un efecto poco significativo sobre la actividad exportadora. En consecuencia, no se esperan presiones a la baja sobre las exportaciones causadas por el crecimiento de la demanda doméstica a medio plazo.

21: Ver por ejemplo BCE (2013), IMF (2013) o BdE (2015).

Las siguientes secciones desarrollan la metodología empleada, seguida de las conclusiones principales.

Modelo, variables y resultados

Con el objetivo de conocer qué factores explican el comportamiento de las exportaciones regionales²², **se ha estimado un modelo dinámico de datos de panel para las comunidades autónomas entre 1997 y el primer trimestre de 2015**²³. En la especificación elegida, las exportaciones no energéticas dependen en el largo plazo de la demanda internacional y de la competitividad-precio regional. Estas variables se construyen, respectivamente, como una media ponderada de los PIB reales de los principales socios comerciales de cada región y como un tipo de cambio efectivo real basado en los Índices de Precios al Consumidor (IPC) regionales. Las desviaciones respecto al nivel de equilibrio de largo plazo son causadas por las variaciones trimestrales de la demanda extranjera y de la competitividad-precio.

Los resultados sugieren que las exportaciones regionales de bienes responden positivamente a cambios en la demanda de los principales socios comerciales y negativamente a apreciaciones del tipo de cambio efectivo real. En concreto, las elasticidades se muestran en línea con la literatura más reciente (BdE (2012), BdE (2015)). A largo plazo, el crecimiento de la demanda mundial se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al incremento de las exportaciones regionales, mientras que una apreciación del 1% del tipo de cambio efectivo real reduce las ventas al exterior en torno a 0,4 pp (véase columna "Estimación tradicional" del Cuadro R.2.1).

Estos coeficientes son ligeramente inferiores a los obtenidos a lo largo de la década los 90 (véase Buisán y Gordo (1994), Doménech y Taguas

(1996) o García y Gordo (1998). Varios factores subyacen a esta reducción de las elasticidades. En primer lugar, como se destaca en BCE (2014) y Gopinath (2015), el mayor grado de participación de España en las cadenas globales de valor podría haber modificado la sensibilidad de las exportaciones a variaciones de la demanda global y de la competitividad. Asimismo, en línea con lo expuesto en BdE (2015), el comienzo de la muestra en los últimos años de los 90 impide recoger las devaluaciones de la peseta durante la primera parte de la década. La estimación se concentra en un periodo en el que el tipo de cambio nominal no representa un instrumento de política económica. Finalmente, Ortega *et al.* (2007) sugieren que la sensibilidad de las exportaciones a los precios relativos podría haber disminuido debido a factores relacionados con la calidad y diferenciación de los productos.

En el corto plazo, se encuentra que las variaciones trimestrales de la competitividad-precio parecen no ejercer un efecto significativo de manera contemporánea sobre la actividad exportadora. Por su parte, la elasticidad de las exportaciones de bienes respecto a incrementos trimestrales de la demanda mundial se estima en el 2,2. Finalmente, se obtiene que las desviaciones del corto plazo respecto al nivel de equilibrio se corrigen en torno a un 40% cada trimestre.

En una segunda etapa, se estima la relación entre el consumo interno y la actividad exportadora, a fin de comprobar si este factor ayuda a explicar parte del excepcional crecimiento de las exportaciones durante el último ciclo recesivo. Para ello, se construye un indicador sintético de consumo privado regional (ISCR-BBVA) a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles: matriculaciones de vehículos, ventas minoristas, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo y consumo

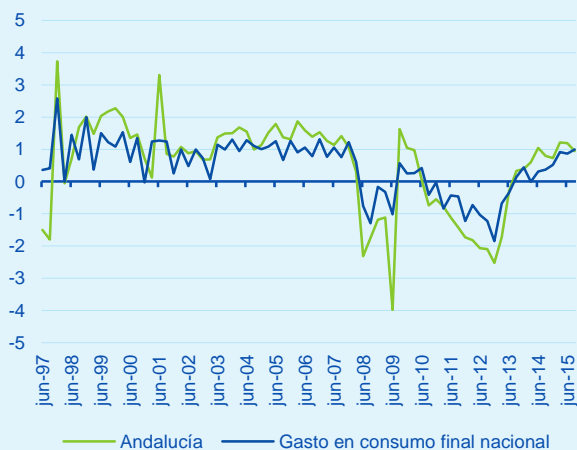
22: Debido a su alta volatilidad, se ha extraído el componente energético de las exportaciones de bienes.

23: Véase el Anexo para una información más detallada de la metodología empleada.

interno nacional²⁴ (véase el Gráfico R.2.2). La metodología utilizada para la construcción del indicador se basa en el análisis de componentes principales²⁵.

Gráfico R.2.2

Andalucía y España: indicador sintético de consumo regional y consumo interno nacional (t/t, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas, DGT e INE

Los resultados de la segunda regresión, que incluye el indicador sintético de consumo, presentan unas elasticidades de los determinantes tradicionales de las exportaciones consistentes con las obtenidas en la primera especificación (véase columna “Estimación tradicional + Consumo” del Cuadro R.2.1). Además, se aprecia **una relación negativa entre el consumo interno regional²⁶ y el crecimiento de las exportaciones**, si bien este coeficiente se muestra débilmente significativo. Desde un punto de vista teórico, la relación entre demanda doméstica y exportaciones no es directa, ya que existen argumentos a favor tanto de la presencia de efectos sustitución como de posible complementariedad. No obstante, como demuestran Melitz (2003) y Vanoorenberghe (2012), ante restricciones de capacidad productiva, puede existir un *trade-off* entre las ventas en el mercado doméstico y el exterior, dado que las empresas reaccionan a un choque

en un mercado mediante el ajuste de sus ventas en el otro mercado. De ello se desprende que las exportaciones puedan ser una función negativa de las ventas domésticas, particularmente pronunciada en situaciones de baja capacidad de utilización.

Más aún, **la relación entre la demanda interna y las exportaciones puede ser asimétrica**. Como sugieren Belke *et al.* (2012), en periodos de estrés doméstico, ante la insuficiencia de la demanda interna en relación con la capacidad productiva instalada, las empresas tratan de sustituir las ventas domésticas por ventas al extranjero y aumentan su predisposición a hacer frente a los costes de expansión internacional. No obstante, una vez asumidos los costes hundidos de internacionalización y habiendo ajustado la inversión y producción para el consumidor extranjero, parece poco probable que las empresas reviertan el proceso, por lo que el crecimiento de las ventas dentro de las fronteras puede tener un efecto complementario con las exportaciones. De este modo, las ganancias de cuota exportadora podrían tener un carácter estructural.

Esta asimetría en la elasticidad de las exportaciones frente al consumo interno se aprecia en la tercera especificación del Cuadro R.2.1 (véase columna “Estimación tradicional + Consumo asimétrico”). En ella, la variable de consumo está truncada en dos variables. La primera, “Consumo interno +”, recoge las variaciones positivas del consumo; la segunda, “Consumo interno⁻”, refleja las caídas del consumo.

Los resultados de esta estimación sugieren que sólo las caídas de consumo interno ejercen un impacto significativo en la actividad exportadora. En concreto, se encuentra que la actividad exportadora muestra una elasticidad cercana a la unidad ante caídas del consumo interno. Así, **la contracción de la**

24: Se han seleccionado únicamente indicadores de consumo, ya que el efecto de la inversión de la demanda doméstica sobre las exportaciones podría ser bidireccional en la medida que éstas aumenten la capacidad productiva instalada

25: Para una información detallada de esta metodología, véanse Pearson, K. (1901). "On Lines and Planes of Closest Fit to Systems of Points in Space". *Philosophical Magazine* 2 (11): 559–572. y Stock, J y Watson, M. "Forecasting Using Principal Components From a Large Number of Predictors" *Journal of the American Statistical Association* Dec. 2002, Vol.97, No 460, Theory and Methods.

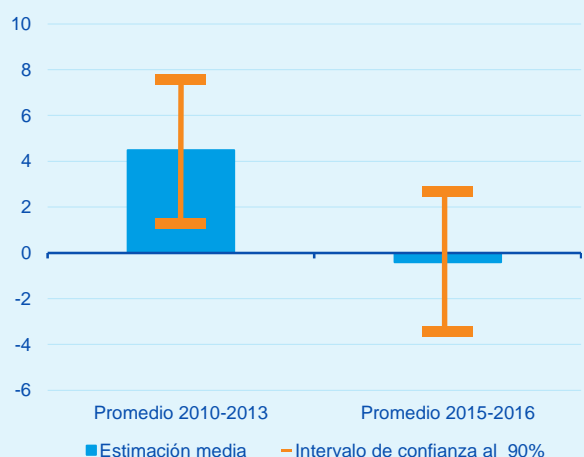
26: La estimación señala un coeficiente negativo asociado a la evolución del consumo interno retardado dos periodos, en línea con lo expuesto en BCE (2015) y tres periodos en BdE (2015), reflejando el tiempo que necesitarían las empresas para iniciar o aumentar su actividad exportadora.

demanda doméstica andaluza habría impulsado las exportaciones alrededor de 4 puntos porcentuales al año (un punto por encima de lo estimado para el agregado nacional²⁷), lo que explicaría del 40% del crecimiento de las exportaciones regionales de bienes entre 2010 y 2013 (40% para España). Por el contrario, la baja significatividad asociada a las variaciones positivas del consumo interno no permite identificar con claridad si éste ejerce un efecto sustitución sobre las ventas al exterior o si, por el contrario, se comportan de manera complementaria. En este sentido, **no se esperan presiones a la baja sobre la actividad exportadora causadas por la actual recuperación de la demanda doméstica** (véase el Gráfico R.2.3).

Finalmente, cabe destacar que la inclusión de las variables de consumo no alteran la significatividad ni los coeficientes de las variables tradicionales.

Gráfico R.2.3

Andalucía: contribuciones del consumo interno al crecimiento de las exportaciones de bienes (Promedio anual e intervalo de confianza, %)



Fuente: BBVA Research e INE

Cuadro R.2.1

CC.AA.: estimaciones de los determinantes del crecimiento de las exportaciones de bienes (1T1997-1T2015)

	Estimación tradicional		Estimación tradicional + Consumo		Estimación tradicional + Cons. asimétrico	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Relación de largo plazo						
Demanda extranjera	0,954	0,000	0,972	0,000	0,976	0,000
Competitividad	-0,351	0,003	-0,408	0,000	-0,463	0,000
Relación de corto plazo						
Coeficiente de convergencia al eq.	-0,368	0,000	-0,403	0,000	-0,390	0,000
Δ Demanda extranjera	2,234	0,000	2,577	0,000	2,705	0,000
Δ Competitividad	-0,005	0,180	-0,006	0,148	-0,005	0,194
Δ Consumo interno			-0,579	0,082		
Δ Consumo interno ⁺					-0,133	0,826
Δ Consumo interno ⁻					1,076	0,021
Log Likelihood	1195,3		1209,3		1222,8	
# de obs. (NxT)	1241					

(*) Cambio de signo en "Consumo interno⁻" para facilitar la interpretación

Fuente: BBVA Research e INE

27: Véase Recuadro 1 Situación España 4T15 para un análisis detallado de los resultados para el conjunto de la economía española. Disponible en <https://goo.gl/I3NoVx>

Conclusiones

En este estudio se ha elaborado un análisis de los determinantes de las exportaciones de bienes mediante un modelo dinámico de datos de panel para las comunidades autónomas españolas. Los resultados confirman que **las exportaciones responden positivamente a cambios en la demanda de los principales socios comerciales y negativamente a apreciaciones del tipo de cambio efectivo real.**

Asimismo, se encuentra que **el consumo interno parece ejercer un efecto sustitución sobre las ventas exteriores**, lo que promueve la reasignación de recursos entre mercados domésticos y extranjeros.

Finalmente, se evidencia que **la relación entre el crecimiento de la demanda interna y el de las ventas al exterior es asimétrica. Se encuentra que solo las caídas del mercado doméstico tienen un efecto significativo sobre la actividad exportadora**, al impulsar la reorientación de las ventas y al hacer a las empresas más proclives a asumir los costes de internacionalización.

Así, en un entorno de debilidad de los principales socios comerciales y de rigidez del tipo de cambio nominal, **la contracción de la demanda doméstica podría haber impulsado la actividad exportadora valenciana más de 3 puntos porcentuales al año entre 2010 y 2013, lo que explicaría el 50% del crecimiento registrado en el periodo.** Por el contrario, el impacto de las variaciones positivas de la demanda interna y su posible efecto sobre las exportaciones – sustitución o complementariedad- no parece ser significativo. En este sentido, una vez asumidos los costes hundidos de internalización y las economías de escala que podrían generarse, parece poco probable que las empresas de la C. Valenciana reviertan esta expansión de su actividad exportadora pese a la actual recuperación del mercado doméstico.

Referencias

- BBVA Research, Situación España Cuarto Trimestre 2013. "Hechos estilizados del ciclo económico español"
- Belke, A., A. Oeking and R. Setzer (2014) "Exports and capacity constraints — a smooth transition regression model for six euro area countries", ECB Working Paper no. 1740, European Central Bank.
- Bobeica, E., Esteves, P. S., A. Rúa y Staher, K. (2014). Exports and domestic demand pressure: a dynamic panel data model for the euro area countries, Working Papers 2014, 15, Banco de Portugal.
- Esteves, P. S. and Rúa, A. (2013) "Is there a role for domestic demand pressure on export performance?", ECB Working Paper no 1594, European Central Bank.
- García, C., Gordo, Martínez-Martín y Tello (2009). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- García, C. y Prades, E. (2015). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Boletín Económico, Abril 2015, Banco de España.
- Gopinath, G. 2015. "The International Price System." NBER Reporter.
- Hall, P. A. (2012) "The economics and politics of the euro crisis", German Politics, 21(4), 355-371.
- International Monetary Fund (2013) "External rebalancing in the euro area", IMF World Economic Outlook, October, 45-48.
- Melitz, M. (2003) "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", Econometrica, 71(6), 1695-1725.
- Ortega, Burriel, Fernández, Ferraz y Hurtado (2007). Actualización del Modelo Trimestral del Banco de España, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.

Pedroni, P. (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, 653–670.

Pedroni, P. (2004). Panel Cointegration. Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled

Pesaran, M. H., and R. P. Smith. 1995. Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of Econometrics* 68: 79–113.

Pesaran, M. H., Y. Shin, and R. P. Smith. 1997. Estimating long-run relationships in dynamic heterogeneous panels. *DAE Working Papers Amalgamated Series* 9721.

1999. Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association* 94: 621–634.

Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory* 20, 597–625.

Understanding global trade elasticities: what has changed? *ECB Monthly Bulletin* July 2014,

Vannoorenberghe, G. (2012) "Firm-level volatility and exports", *Journal of International Economics*, 86, 57-67.

Westerlund, J. (2005). New Simple Tests for Panel Cointegration. *Econometric Reviews* 24, 297–316.

Anexo

Este recuadro investiga los determinantes del crecimiento de las exportaciones de bienes mediante un modelo de corrección de error con datos de panel regionales. Siguiendo Pesaran y Smith (1995) y Pesaran, Shin y Smith (1997, 1999), se asume que las exportaciones de bienes regionales siguen un proceso autorregresivo de

retardos distribuidos (ADRL) $(1, q_1, \dots, q_{1k})$:

$$X_{it} = \lambda X_{it-1} + \sum_{j=0}^q \delta'_{ij} Z_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \\ (t = 1997q_1, \dots, 2015q_1) [1]$$

Donde $Z_{i,t-j}$ es un vector $k \times 1$ de variables explicativas (en este caso, el PIB real de los principales socios comerciales como *proxy* de la demanda extranjera, el tipo de cambio efectivo real (REER) como *proxy* de la competitividad-precio, y un indicador sintético del consumo interno regional (ICI). μ_i es un efecto fijo de cada región y ε_{it} , un término de error independientemente distribuido a lo largo de i y t .

Si las variables están cointegradas²⁸ y los regresores son estrictamente exógenos²⁹ se puede expresar [1] como un mecanismo de corrección del error:

$$\Delta X_{it} = \phi_i (X_{it-1} - \theta'_i Z_{it}) + \lambda^* X_{it-1} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta'_{ij} \Delta Z_{i,t-j} + \varepsilon_{it} [2]$$

donde $\phi_i = (\lambda_i - 1) < 0$ denota la velocidad de convergencia a la tasa de crecimiento de equilibrio de largo plazo, $\theta_i = \sum_{j=0}^q \delta_{ij} / (1 - \sum_k \lambda_{ik})$ representa la relación de equilibrio entre las variables y $\delta^*_{ij} = -\sum_{m=j-1}^q \delta_{im}$ $j = 1, 2, \dots, q - 1$ el desequilibrio de corto plazo.

En el caso que nos ocupa, la ecuación finalmente estimada por máxima verosimilitud³⁰ es la siguiente:

$$\Delta X_{it} = \phi_i (X_{it-1} - \theta_{0i} - \theta_{1i} \ln PIB_{it} - \theta_{2i} \ln REER_{it}) + \delta_{3i} \Delta PIB_{it} + \delta_{4i} \Delta REER_{it} + \delta_{5i} \Delta ICI_{it} + \varepsilon_{it} [2]^{31}$$

28: Se han realizado test de raíces unitaria tanto de manera individual como en el marco de datos de panel, Pedroni (1999 y 2004) y Westerlund, J. (2005). Los test sugieren que las variables reales son I(1). Los resultados de los contrastes de raíces unitarias y de cointegración en panel están a disposición del lector interesado.

29: Se han realizado test para comprobar la posible endogeneidad de las variables. Los resultados sugieren que podría existir una relación de endogeneidad contemporánea entre las exportaciones y el consumo interno, si bien esta relación desaparece con la variable ICI retardada dos trimestres.

30: El test de Hausman rechaza la existencia de diferencias sistemáticas entre la estimación mean-group (MG) y la estimación pooled mean-group (PMG). El estimador PMG es elegido por ser eficiente. La estimación PMG restringe la relación de largo plazo para ser idéntica entre regiones a la vez que permite unos coeficientes de corto plazo diferentes por comunidades.

31: Como se explicaba anteriormente, la variable ΔICI no se incluye en la primera estimación "tradicional" y se divide en dos para comprobar posibles asimetrías de la elasticidad en la "Estimación tradicional + Consumo asimétrico"

4 Cuadros

Cuadro 4.1

Principales indicadores de coyuntura de la economía de Andalucía

	2015		Crecimiento medio desde principio de año (a/a, %)		Último dato (m/m, %, CVEC)		
	Andalucía	España	Andalucía	España	Andalucía	España	Último mes
Ventas Minoristas	3,2%	3,6%	3,2%	3,6%	-0,7%	-0,2%	dic-15
Matriculaciones	27,8%	22,9%	27,8%	22,9%	1,8%	-2,1%	dic-15
IASS	4,4%	4,7%	4,4%	4,7%	-0,3%	-0,2%	dic-15
Viajeros Residentes (1)	4,4%	6,1%	10,7%	9,6%	1,5%	1,4%	ene-16
Pernoctaciones Residentes (1)	3,5%	5,3%	11,1%	8,6%	0,1%	1,2%	ene-16
IPI	3,6%	3,2%	3,6%	3,2%	-1,1%	-0,9%	dic-15
Visados de Viviendas	56,4%	42,8%	56,4%	42,8%	-21,5%	0,0%	dic-15
Transacciones de viviendas	9,9%	10,9%	9,9%	10,9%	2,9%	-2,5%	dic-15
Exportaciones Reales (2)	-4,8%	3,4%	-4,8%	3,4%	-0,3%	-0,5%	dic-15
Importaciones	-3,1%	6,0%	-3,1%	6,0%	-0,7%	-2,4%	dic-15
Viajeros Extranjeros (3)	10,3%	5,8%	16,3%	11,8%	2,9%	2,0%	ene-16
Pernoctaciones Extranjeros (3)	9,6%	3,9%	14,4%	8,0%	1,6%	-0,3%	ene-16
Afiliación a la SS	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	0,3%	0,1%	ene-16
Paro Registrado	-3,4%	-7,5%	-6,3%	-8,3%	-1,3%	-0,9%	ene-16

(1) Residentes en España (2) Exportaciones de bienes (3) No Residentes en España.
Fuente: BBVA Research a partir de INE, MFOM, MEH y MITYC

Cuadro 4.2

UEM: previsiones macroeconómicas (a/a)

(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
PIB a precios constantes	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8	2,0
Consumo privado	0,7	-0,1	-1,3	-0,6	0,8	1,6	1,9	2,0
Consumo público	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,8	1,4	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,7	-3,2	-2,5	1,3	2,2	3,0	4,3
Inventarios (*)	1,0	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Demanda interna (*)	1,5	0,7	-2,3	-0,7	0,9	1,4	2,0	2,2
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	6,7	2,8	2,2	4,1	4,8	3,5	3,8
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,4	-0,9	1,3	4,5	5,1	4,3	4,7
Demanda externa (*)	0,5	0,9	1,5	0,4	0,0	0,1	-0,2	-0,2
Precios								
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	0,8	1,0	1,6
Mercado laboral								
Empleo	-0,5	0,2	-0,5	-0,6	0,7	1,2	1,1	1,1
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	10,1	11,3	12,0	11,6	10,9	10,2	9,5
Sector público								
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
Deuda (% PIB)	84,0	86,7	91,3	93,4	94,5	94,1	92,7	91,0
Sector exterior								
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,2	1,2	1,9	2,4	3,0	3,3	2,8

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
EEUU	2,2	1,5	2,4	2,4	2,5	2,4
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8	2,0
Alemania	0,6	0,4	1,6	1,5	1,9	1,8
Francia	0,2	0,7	0,2	1,1	1,4	1,7
Italia	-2,8	-1,8	-0,4	0,6	1,5	1,6
España	-2,1	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
Reino Unido	0,7	2,2	2,9	2,2	2,0	2,0
Latam *	2,9	2,7	0,8	-0,5	-0,9	1,9
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,2	2,6
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,0	1,3
Eagles **	5,8	5,6	5,2	4,6	4,7	5,0
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,6	3,9	3,9
Asia Pacífico	5,7	5,8	5,7	5,5	5,2	5,2
Japón	1,7	1,5	0,0	0,6	1,0	0,7
China	7,7	7,7	7,4	6,9	6,2	5,8
Asia (ex. China)	4,1	4,3	4,2	4,3	4,4	4,6
Mundo	3,4	3,3	3,4	3,2	3,2	3,5

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.4

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,13	2,19	2,62
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,54	0,54	0,75

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.5

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,93	0,89
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,07	1,12
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,54	1,65
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	127,89	129,92
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70	6,70

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.6

España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Actividad					
PIB real	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
Consumo privado	-3,1	1,2	3,1	2,8	2,5
Consumo público	-2,8	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación Bruta de Capital	-3,7	4,8	7,0	4,1	5,6
Equipo y Maquinaria	3,9	10,5	10,2	4,8	5,0
Construcción	-7,1	-0,2	5,3	3,8	5,9
Vivienda	-7,2	-1,4	2,4	4,2	8,2
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,6	3,7	2,9	3,0
Exportaciones	4,3	5,1	5,4	4,8	5,7
Importaciones	-0,3	6,4	7,5	5,8	6,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
PIB nominal	-1,1	1,0	3,8	4,1	5,2
(Miles de millones de euros)	1031,3	1041,2	1081,7	1125,7	1184,0
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	1,5	3,2	2,6	2,5
PIB sin construcción	-1,0	1,5	3,0	2,6	2,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,9	2,6
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,8	18,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,3	1,1	3,0	2,5	2,2
Productividad aparente del factor trabajo	2,0	0,3	0,1	0,2	0,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,9	1,3
Deflactor del PIB	0,7	-0,4	0,6	1,3	2,4
Remuneración por asalariado	1,7	-0,6	0,5	1,5	1,5
Coste laboral unitario	-0,2	-0,8	0,3	1,3	1,0
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,5	2,8	3,2
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	100,8	100,7	98,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,4	-5,8	-4,8	-3,4	-2,3
Hogares					
Renta disponible nominal	-0,8	0,9	2,1	3,6	3,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,2	9,8	9,4	10,2	9,5

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61
Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78
Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39
Ignacio Belenguer
ignacio.belenguer@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 648 600 596

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

Virginia Pou
virginia.pou@bbva.com
+34 91 537 77 23

Juan Ruiz
juan.ruiz2@bbva.com
+34 646 825 405

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

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

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías**

Emergentes
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales**Escenarios Económicos**

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com