

Situación Asturias

2016 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



01
La economía asturiana continúa dinámica, y crecerá un 2,8% en 2016

02
Se mantienen las expectativas de desaceleración en Asturias hasta el 2,2% en 2017, pero hay sesgos al alza

03
La demanda interna y el turismo sostienen el crecimiento

04
La financiación regional en Alemania y en España: una perspectiva comparada

Índice

1. Editorial	3
2. Perspectivas para la economía de Asturias	6
Análisis de la situación económica de Asturias, a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Tercer trimestre de 2016	22
3. La financiación regional en Alemania y en España: una perspectiva comparada	25
4. Cuadros	30

Fecha de cierre: 11 de noviembre de 2016

1. Editorial

La economía de Asturias continúa en una senda de crecimiento y esta se mantendrá tanto en 2016 como en 2017. Como consecuencia, el Principado enlazará cuatro años de aumento de la actividad y, en los tres últimos, lo hará por encima de la media histórica¹. En el plano interno, la recuperación del consumo, en particular el privado, es el motor del crecimiento, apoyada por unas políticas monetaria y fiscal relativamente laxas. Por el contrario, la demanda exterior muestra ciertos altibajos, con una evolución positiva de los servicios, en particular, del turismo, pero con dudas en las exportaciones de bienes. En conjunto, la mejora de la economía está permitiendo la recuperación del empleo, si bien a un ritmo todavía débil. Hacia 2017, aunque la economía continuará creciendo y el dinamismo hasta la fecha está siendo mayor del esperado, se mantienen las expectativas de desaceleración.

A nivel global, la economía mejora, aunque todavía afectada por la desaceleración que se percibe en el proceso de globalización, la incertidumbre y por otros factores más estructurales que mantienen el crecimiento por debajo del promedio de los últimos 20 años. Además, la ausencia de presiones inflacionistas permite a los bancos centrales de las principales regiones mantener una política monetaria laxa que, si bien se mantiene por un periodo inusualmente largo de tiempo, comienza a mitigar sus efectos. En la Eurozona, las dudas sobre la materialización e impacto del *brexit* y un intenso calendario electoral condicionarán una recuperación todavía débil.

En España, las políticas fiscal y monetaria, algunos eventos coyunturales y el impacto de las reformas implementadas provocan una revisión al alza, tanto del crecimiento del PIB previsto para 2016, como del de 2017². Además, se mantienen sesgos al alza, a pesar de las dudas sobre los posibles efectos del *brexit* y por la incertidumbre de política económica.

En Asturias, el avance observado en los primeros tres trimestres del año ha permitido mejorar el crecimiento previsto para 2016 hasta el 2,8%, dos décimas por encima de lo esperado hace tres meses. De hecho, los indicadores observados al cierre de esta publicación apuntan a que en el tercer trimestre de este año el PIB regional podría haber aumentado un 0,6% t/t, de acuerdo con el modelo MICA-BBVA para Asturias, y que podría incluso acercarse al 0,7% en el cuarto, ligando tres años consecutivos de incremento. Detrás de este dinamismo se encuentra la progresiva recuperación de la demanda interna, principalmente del consumo de las familias y, en menor medida, la política de expansión del gasto público y el dinamismo del sector turístico. Al tiempo, la inversión da señales mixtas, con un comportamiento débil del gasto en construcción y una mejora en la importación de bienes de equipo. Respecto a la demanda externa, las exportaciones muestran una recuperación incipiente en los trimestres centrales de 2016, pero que tiene lugar tras una fuerte caída tanto en 2015 como en el primer trimestre de 2016. Las importaciones, por su parte, disminuyen también, lo cual está dando lugar a una mejora del saldo comercial.

1: Del periodo 1981-2014.

2: Véase Situación España 4T16 disponible [aquí](#)

Hacia delante, la actualización del escenario macroeconómico contempla una desaceleración del crecimiento en 2017 hasta el 2,2%, cuatro décimas por encima de lo previsto hace tres meses. **Esto permitirá que el empleo se incremente en unas 10 mil personas en el bienio 2016-2017**, y que la tasa de paro se reduzca por debajo del 18%. Aunque la desaceleración en 2017 es generalizada para todas las comunidades, el crecimiento se manifiesta más intenso que lo esperado, y los sesgos son al alza.

Diversos factores contribuyen a la revisión del escenario y justifican su impacto diferenciado por regiones. En particular, Asturias experimentará una menor desaceleración que el conjunto de España. Por un lado, parte del menor crecimiento que se espera para el próximo año se debe a que algunos vientos de cola se debilitan. Así, aunque tanto la política monetaria como los bajos precios del petróleo continuarán apoyando el crecimiento, su impacto irá moderándose durante los próximos meses. La reducción de las cargas financieras (como consecuencia de los menores tipos de interés), así como la caída de los costes de transporte, han permitido ganancias de competitividad, o una liberación de rentas que ha apoyado el crecimiento del consumo y la inversión. Pero la dificultad que enfrenta el Banco Central Europeo para continuar disminuyendo el coste del dinero, dada la barrera del tipo de interés nominal del cero por ciento, y el reciente incremento en los precios del petróleo, limitan estos beneficios. En el caso de la economía de Asturias, el menor endeudamiento relativo y una sensibilidad inferior a cambios en el precio del petróleo han hecho que **se viera menos beneficiada por la disminución de tipos de interés o la bajada en el coste del combustible**, pero también hace que su crecimiento sea menos dependiente de este tipo de impulsos. Por otro lado, el **impacto del *brexit* en el Principado se estima similar a la media española**, aunque dada una baja relación directa de la región con Reino Unido, los efectos se producirán en mayor medida a través de vías indirectas.

En el ámbito fiscal, es factible la consecución de los objetivos de déficit autonómico para el Principado de Asturias tanto en 2016 como en 2017, si se mantiene el control del gasto mostrado hasta ahora y las previsiones de crecimiento se cumplen. En cualquier caso, es deseable un plan creíble, multianual y con medidas concretas, para el conjunto de las administraciones públicas que ayude a eliminar la incertidumbre sobre el proceso de consolidación fiscal.

Sin embargo, la economía regional también se enfrenta a algunos riesgos a la baja sobre este escenario: en primer lugar, en el ámbito fiscal el gobierno del Estado ha anunciado medidas que tienen como objetivo cumplir con los nuevos objetivos de déficit pactados para 2016. En todo caso, para alcanzar la meta del siguiente año, serán necesarias políticas que mejoren el desequilibrio estructural en las cuentas públicas en alrededor de 0,5% del PIB, lo que tendrá un impacto negativo en la demanda interna de 2017. En segundo lugar, la incertidumbre sobre la política económica se mantiene en niveles elevados, lo que se traslada a una menor confianza en el devenir de la economía, como apunta la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Asturias, que se detalla en el Recuadro 1 de esta publicación. En particular, ello puede implicar el retraso de algunos proyectos de inversión o de decisiones de compra de bienes duraderos. Adicionalmente, la incertidumbre asociada a la sentencia del Tribunal de Justicia de la UE del 14 de septiembre, sobre la indemnización por despido de los contratos de interinidad, podría tener un impacto negativo en el empleo.

A medio plazo, Asturias enfrenta algunos retos de los que es particularmente importante salir reforzado. En primer lugar, es necesario recuperar la aportación del sector exterior y acelerar su diversificación sectorial y geográfica.

Además, Asturias mantiene los retos ya planteados en revistas anteriores: la reducción de la tasa de paro y del desempleo de larga duración, el aumento de la productividad media del trabajo y la adaptación a las tecnologías digitales, el aumento de la tasa de actividad y la mejora del capital humano, así como la inversión en I+D. Estos aspectos deben mejorar en la región, para avanzar en la convergencia en renta con la media de España.

Finalmente, uno de los cambios que debe enfrentar la administración pública es la modernización del sistema de financiación autonómica, buscando tanto la sostenibilidad del sistema como la mejora de la corresponsabilidad fiscal. Como punto de referencia, en esta publicación se presenta una comparación entre el sistema de financiación alemán y el español, donde se resalta la diferencia en el tratamiento que tendría el Principado bajo dicho sistema.

2. Perspectivas para la economía de Asturias

La economía asturiana continúa creciendo en 2016. En lo que va de año, la información conocida apunta a que la economía regional habría mantenido un ritmo promedio del 0,6% t/t (véase el Gráfico 2.1), equivalente a un crecimiento en tasa anualizada en torno al 2,5%. Este comportamiento es **superior al esperado hace unos meses**, lo que justifica que BBVA Research haya modificado en ocho décimas al alza la previsión presentada en la anterior edición de esta publicación³, hasta el 2,8%.

La progresiva recuperación de la demanda interna, junto a algunos factores de apoyo, como el turismo explican este crecimiento; también la política fiscal que, pese a ser más restrictiva que en 2015 todavía es expansiva, habría respaldado esta aceleración. Todo ello más que compensa las dificultades por las que atraviesa el sector exportador de bienes regionales. Pese a esto, este escenario no está exento de algunas incertidumbres, que se ven reflejadas en las Encuestas de Actividad Económica realizadas a los empleados de BBVA en Asturias a lo largo de este año (véase el Recuadro 1).

Hacia delante, se contempla una moderación del dinamismo en el crecimiento económico del Principado en 2017, hasta un 2,2%, como se adelantó en la actualización del escenario macroeconómico del Observatorio Regional correspondiente al cuarto trimestre de 2016. Diversos factores justifican este comportamiento. Por un lado, aunque la economía global mejora, la recuperación todavía es débil. Además, hay evidencia de que los agentes tendrán que aprender a convivir con un coste de financiación relativamente bajo por un período inusualmente largo de tiempo. La combinación de ambos factores podría dificultar la mejora de las exportaciones regionales, en las que son relevantes las semimanufacturas y los bienes de equipo, dependientes de un contexto de mejora de la inversión en los países de nuestro entorno.

A nivel interno, se espera un menor impulso fiscal en 2017, así como un menor dinamismo del consumo privado. En todo caso, **la demanda interna continúa siendo el principal soporte de la mejora de la actividad en el horizonte de previsión.**

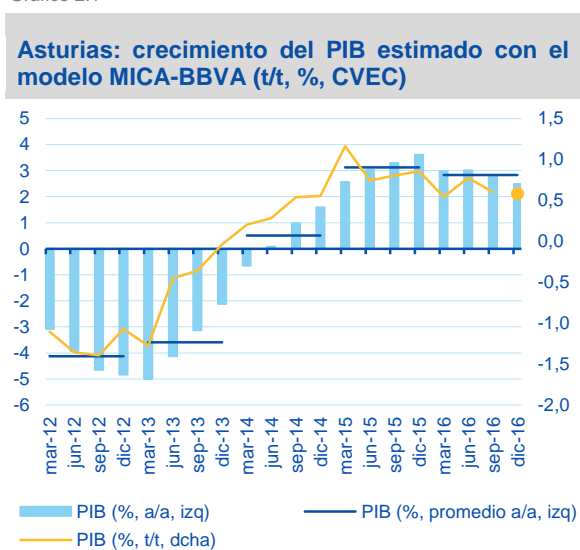
En concreto, aunque de cara a 2017 se mantiene la previsión de desaceleración, por el momento el crecimiento se manifiesta algo más intenso de lo esperado. La información conocida al cierre de esta publicación apunta a que el PIB podría volver a aumentar entre un 0,6% y un 0,7% durante el cuarto trimestre del año. Sin embargo, se prevé que durante el primer semestre de 2017 puedan registrarse tasas de crecimiento más moderadas, como consecuencia de una demanda menos dinámica. Detrás de ello se encuentran factores como el alza esperada del precio del petróleo, la cercanía del coste de financiación a la barrera de los tipos nominales del cero por ciento, la incertidumbre sobre la política económica y el impacto del *brexit* sobre la economía real. Ello podría implicar, en particular en el sector privado, el retraso de algunos proyectos de inversión o decisiones de compra de productos duraderos. El proceso de salida del

3: Véase Situación Asturias 2015, disponible [aquí](#).

Reino Unido de la UE podría conllevar una menor demanda británica de bienes y servicios asturianos, y los efectos de la pérdida de poder adquisitivo de los británicos se pueden trasladar tanto por canales directos como indirectos. Por último, en el ámbito fiscal, el Principado de Asturias podría también cumplir con el objetivo de déficit de 2017, siempre y cuando se cumplan sus expectativas de ingresos y se mantenga el control sobre el gasto público.

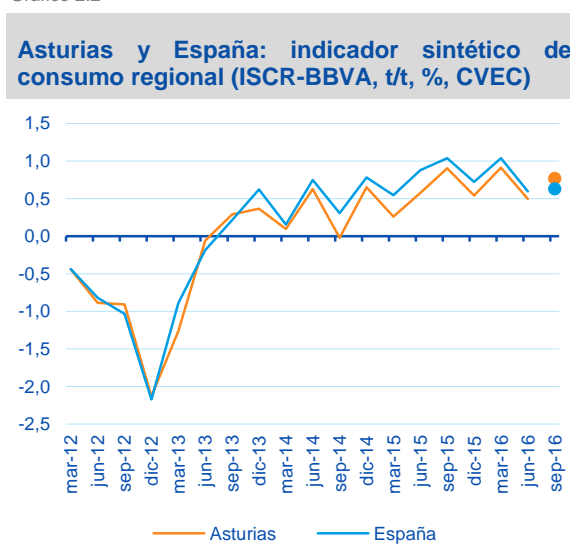
Por lo tanto, **en el escenario más probable, la actividad económica en Asturias crecerá un 2,8% en 2016, aunque se desacelerará hasta el 2,2% en 2017. Esto es consistente con la creación neta de cerca de 10 mil empleos en el bienio** y con una reducción de la tasa de paro por debajo del 18% al final del periodo, todavía casi 10 p.p. por encima de los niveles previos a la crisis.

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

Gráfico 2.2



Fuente: BBVA Research

El consumo privado continúa dinámico

El consumo privado continúa creciendo en 2016, aunque los principales indicadores parciales reflejan aumentos algo inferiores a la media española (a excepción de las ventas minoristas), lo que también se traslada al Indicador Sintético de Consumo Regional (ISCR⁴) que estima BBVA (véase el Gráfico 2.2). El mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos y la mejora de la renta disponible de las familias – apoyada en la creación de empleo, la rebaja de la tarifa del IRPF y los bajos precios del petróleo⁵ – impulsaron el avance del gasto doméstico.

4: El indicador sintético de consumo está construido a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles a nivel regional: ventas minoristas, matriculaciones de vehículos, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo y consumo interno nacional. La metodología utilizada para la construcción del indicador se basa en el análisis de componentes principales. Para más información, véase [R.1 ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones? en Situación España, 4º Trimestre de 2015](#), BBVA Research.

5: Según los datos del Ministerio de Industria, Asturias se encuentra entre las CC.AA. con unos precios más altos, tanto del gasoil como de la gasolina, lo que tiene efectos sobre la renta disponible para el consumo de los agentes. Esta diferencia no viene explicada por cuestiones impositivas puesto que Asturias se encuentra en la media de las regiones en relación al denominado "céntimo sanitario", aplicando un impuesto de 4 céntimos por litro de gasoil y de 4,8 por litro de gasolina.

Los últimos datos disponibles apuntan a que en Asturias el consumo privado creció en 3T16 a un ritmo similar al de los trimestres anteriores, frente a la pequeña desaceleración (desde niveles superiores) esperada para el agregado nacional. Así, la debilidad de algunos de los indicadores parciales regionales en el primer semestre se mantuvo en el tercer trimestre (véase el Cuadro 2.1), especialmente en lo referente a las importaciones de bienes de consumo, que se habrían contraído nuevamente, y a las ventas del comercio al por menor, que se habrían estancado. Por el contrario, tan sólo el IASS habría acelerado su crecimiento respecto al trimestre anterior, mientras que las matriculaciones de vehículos, pese a desacelerarse, continuaron dinámicas. Otros indicadores más cualitativos, como la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Asturias, confirman el estancamiento de las ventas en la región (véase el Recuadro 1), en línea con lo mostrado por el correspondiente indicador de coyuntura.

Cuadro 2.1

Asturias y España: evolución de los principales indicadores de consumo

	Matriculación de vehículos		Ventas minoristas		Ind. de Actividad en los Servicios		Importaciones de bienes de consumo*	
	Asturias	España	Asturias	España	Asturias	España	Asturias	España
% t/t (CVEC)								
1T15	10,2	12,8	-0,4	0,7	0,8	1,6	-4,5	5,5
2T15	0,1	-2,7	-0,1	1,0	1,9	1,5	6,7	1,8
3T15	6,1	2,9	1,9	1,0	0,7	1,0	-5,9	2,6
4T15	-1,3	3,6	1,4	1,0	-0,2	1,0	5,6	1,6
2015	24,0	22,9	1,0	3,6	3,3	4,8	3,3	12,2
1T16	0,3	3,6	0,8	0,9	0,1	0,4	0,1	2,1
2T16	5,3	6,2	1,3	0,9	-0,2	1,1	-3,2	1,2
3T16**	4,3	-2,8	0,1	1,0	2,7	1,5	-1,4	-0,4
Acumulado 2016 (a/a)	8,2	13,2	5,0	4,5	1,8	4,1	1,1	6,8

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

(**) Ventas minoristas y matriculaciones con el trimestre cerrado; IASS e importaciones, previsión con información hasta agosto.

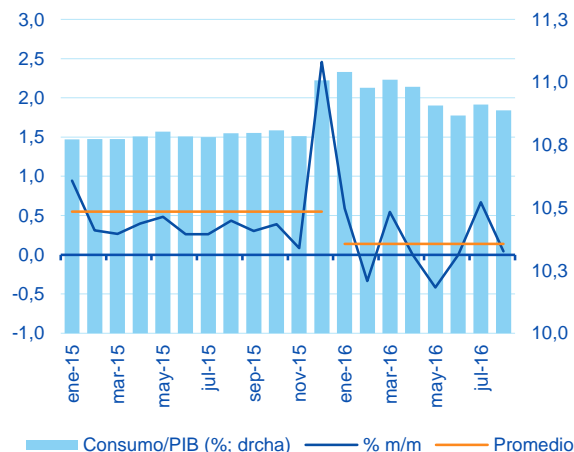
Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT y Datacomex

Tras el impulso de finales de 2015, la política expansiva del Gobierno del Principado se habría moderado en 2016

Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta agosto de 2016 vendrían a confirmar que el Gobierno del Principado de Asturias ha moderado la política expansiva iniciada en 2015. Así, el gasto nominal en consumo del Gobierno del Principado redujo su crecimiento durante los primeros meses del año, tras el repunte observado en diciembre de 2015. Igualmente, tras el impulso de diciembre de 2015, la formación bruta de capital del Gobierno asturiano ha vuelto a una senda de contracción (véanse los Gráficos 2.3 y 2.4).

Gráfico 2.3

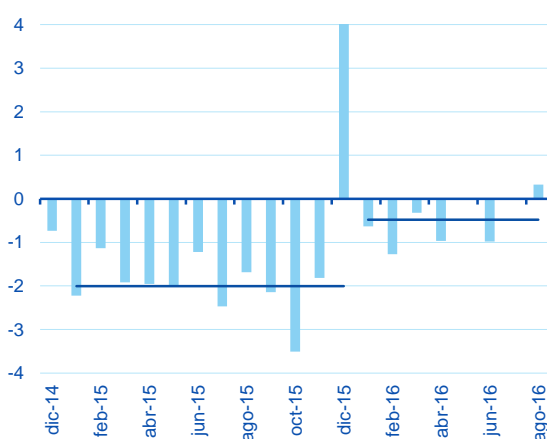
Principado de Asturias: gasto en consumo final. Acumulado 12 meses (% PIB regional y % m/m)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 2.4

Principado de Asturias: formación bruta de capital. Acumulado 12 meses (% m/m)



Nota: promedio de 2015 sin tener en cuenta la tasa de variación de diciembre de 2015.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La inversión privada muestra señales mixtas en la primera mitad del año

La importación de bienes de equipo en Asturias creció en la primera mitad del 2016, apoyada en la mejoría de las condiciones de financiación, si bien lo hizo a un ritmo más moderado que en 2015 y con cierto retraso respecto al promedio nacional (véase el Gráfico 2.5).

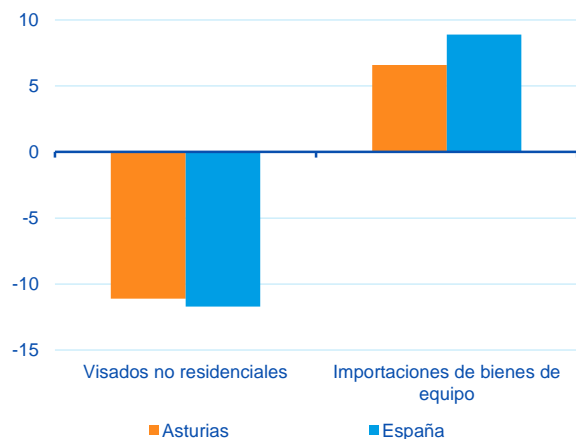
Sin embargo, la superficie visada de edificios no residenciales⁶ en la región volvió a descender en los ocho primeros meses del 2016, tras caer un 24,6% en 2015. En el acumulado hasta agosto, la caída fue del 11,1% interanual, en línea con la de 11,7% observada en la media del país. Este descenso se dio, sobre todo, en los permisos de construcción de edificios de uso turístico, comercial y almacenaje, e industrial.

De un modo cualitativo, **las dificultades por las que atraviesa la inversión quedan reflejadas en las Encuestas BBVA de Actividad Económica de Asturias** (véase el Gráfico 2.6), especialmente en lo referente al sector primario y al sector industrial. Por su parte, la opinión de los encuestados sobre la inversión en construcción se encuentra cercana a un saldo neto nulo de respuestas extremas, lo que podría reflejar dudas sobre la solidez de la recuperación del sector. El indicador correspondiente al sector servicios, por su parte, muestra cierta estabilidad, aunque en niveles todavía reducidos.

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

Gráfico 2.5

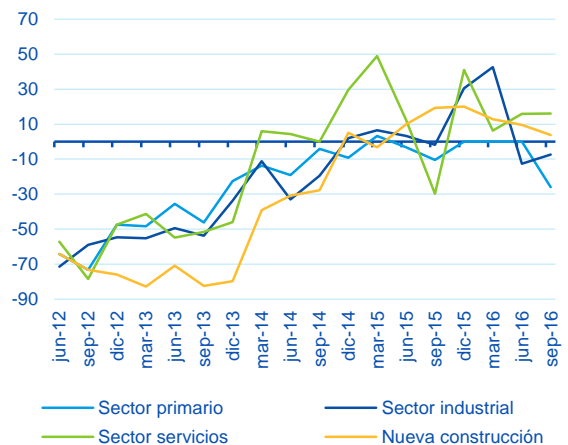
Asturias y España: visados de construcción no residencial (m2) e importaciones de bienes de equipo* en 1S16 (a/a, %, CVEC)



* Las importaciones incluyen datos de 3T16 hasta agosto.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex y Ministerio de Fomento

Gráfico 2.6

Inversión en Asturias: Encuesta BBVA de Actividad Económica (saldos de respuestas, %)⁷



Fuente: BBVA Research

El precio de la vivienda no recoge la recuperación de las ventas residenciales

La evolución favorable de la demanda en 2015 no se trasladó a un aumento del precio de la vivienda, a diferencia de lo que sucedió en la media nacional. Por su parte, la iniciación de viviendas mostró un nuevo incremento. En la primera mitad de 2016 la dinámica es muy similar. La recuperación de las ventas residenciales se traslada con menos intensidad que la media al precio de la vivienda, que mostró un crecimiento inferior al promedio nacional. Por el lado de la oferta, la firma de visados creció, pero a menor ritmo que el observado en el conjunto del país.

La venta de viviendas en 2015 evolucionó de manera similar al conjunto de España: en el pasado ejercicio las transacciones de vivienda crecieron el 10,2% respecto a 2014, frente al incremento del 9,9% de media en España. Como en años anteriores, el mercado inmobiliario asturiano estuvo vinculado de manera prácticamente exclusiva a la demanda doméstica, ya que el 83,4% de las viviendas vendidas en la región fueron adquiridas por residentes. El peso de las compras de extranjeros se mantuvo en el entorno del 3,3% (frente al 17,3% de media en España). Así, el crecimiento de las ventas en 2015 se debió al incremento del 12,5% de las compras efectuadas por residentes en la región (11,0% en España) y al de las operaciones de extranjeros, que aumentaron el 26,4% (un incremento muy elevado pero con una repercusión mínima en el crecimiento final, dado su bajo peso relativo). Por su parte, las compras de residentes en otras regiones cayeron el 5,2%, frente al práctico estancamiento observado en la media española (-0,9%).

En la primera mitad de 2016 el dinamismo de las ventas aumentó, superando el de la media nacional. Así, en el primer semestre del año las transacciones de vivienda en Asturias crecieron el 25,8%, un

7: La limitada longitud de la muestra no permite que los resultados puedan ser corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario.

incremento superior al registrado, de media, en el conjunto del país (17,7%). Por segmentos de demanda, la correspondiente a los residentes en la región creció el 27,4% interanual, 7pp más que la media nacional. La compra de los residentes en otras comunidades autónomas se recuperó el 15,2% frente al retroceso del 4,2% interanual experimentando en el conjunto del país. Por último, las compras de extranjeros aumentaron el 34,1%, lo que minimiza su impacto en la demanda final (véase el Gráfico 2.7).

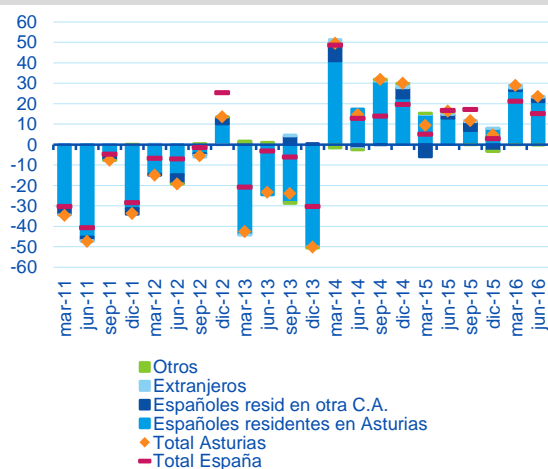
Al igual que en el conjunto de España, la mayor parte de las viviendas comercializadas en la primera parte del año fueron viviendas de segunda mano. Tan sólo el 8,9% de las operaciones se realizaron sobre viviendas nuevas.

Por su parte, el precio de la vivienda se redujo durante el pasado año. Según los datos del Ministerio de Fomento, **2015 concluyó con un descenso del precio de la vivienda del 3,0% respecto a 2014**, lo que contrasta con el crecimiento del 1,1% de media en España. Los datos del primer semestre de 2016 muestran una ligera recuperación: en el 1S16 el precio de la vivienda aumentó en Asturias un 0,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Una evolución que, como viene siendo habitual, fue menos dinámica que la observada en el conjunto del país, donde el precio creció a un ritmo del 2,2% interanual.

La firma de visados de nuevas viviendas en Asturias creció por debajo de la media en 2015, tras el mayor ascenso del año precedente. Después del incremento del 43,4% de 2014, el pasado año la firma de visados para la construcción de vivienda nueva creció el 21,0% en Asturias, la mitad que en España. En los ocho primeros meses del año los visados volvieron a incrementarse, esta vez un 27,5% interanual, un ritmo ligeramente inferior al 35,7% de media en España. Sin embargo, en términos trimestrales se aprecia una elevada volatilidad: tras el importante crecimiento observado en la parte final de 2015 y en los inicios de 2016, la actividad parece haberse resentido en la parte central del año (véase el Gráfico 2.8).

Gráfico 2.7

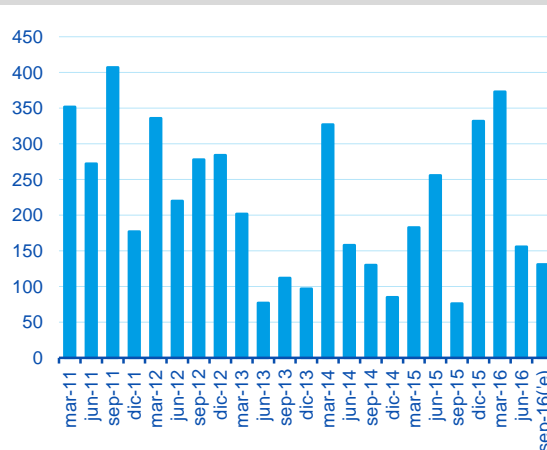
Asturias: contribución al crecimiento interanual de las ventas de vivienda (en p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 2.8

Asturias: Visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

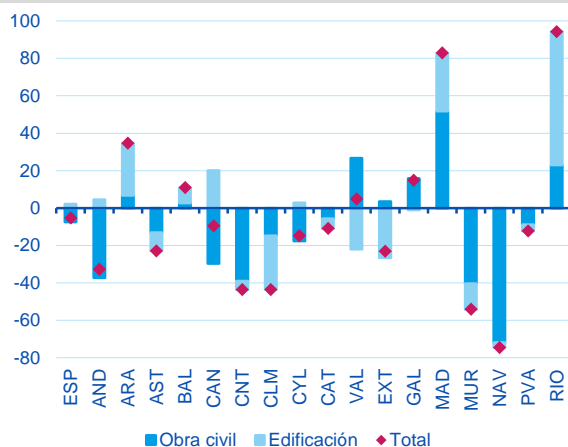
La obra pública sigue contrayéndose en Asturias

La licitación en Asturias se redujo en 2015 por segundo año consecutivo, tras el gran incremento de 2013. La obra pública licitada redujo su presupuesto el 31,0% respecto a 2014, un descenso en línea con la registrada en España (-28,3%). Con ello, la licitación supuso 1,2 puntos del PIB regional (0,9 puntos del PIB en España). Esta reducción de la licitación fue consecuencia del recorte de la obra civil (-38,5%), ya que la edificación creció ligeramente respecto al ejercicio precedente (2,5%). Por organismos financiadores, tanto el Estado como los Entes Territoriales redujeron el importe licitado en 2015 de manera similar: el del Estado en un tercio y el de los Entes Territoriales en un 29,7%. Como resultado, en 2015 el peso del Estado en la licitación de obra pública menguó hasta el 36,2% del total, por debajo de la media del 40,3% de los once años anteriores.

Los últimos datos disponibles, correspondientes a los nueve primeros meses de 2016, reflejan una contracción interanual de la licitación en Asturias superior a la media observada en el conjunto de España: -22,6%, frente al -5,2%. Esto se debe tanto a una caída relevante en la licitación en edificación (-35,2%) como al descenso de la obra civil (-18,2%). En términos comparados, la contracción de la obra en edificación contrasta con la ligera recuperación que se observa, de media, en España (7,0%) durante el mismo periodo. Por su parte, en términos nacionales, el importe licitado en obra civil también se redujo en los tres primeros trimestres del año, aunque a una tasa inferior (-10,7%, véase el Gráfico 2.9). La reducción de la licitación entre enero y septiembre llegó también por parte de los Entes Territoriales, que disminuyeron el importe licitado en el 36,2% interanual, ya que la cuantía licitada por el Estado fue similar a los nueve primeros meses de 2015 (Gráfico 2.10). Por tipo de obra, en la primera mitad del año la principal partida presupuestaria fue, con diferencia, la dirigida a obras en la red vial asturiana (supuso casi el 65% del total licitado en Asturias en el periodo). La segunda partida relevante, por importe licitado en el primer semestre del año, fue la destinada a obras hidráulicas.

Gráfico 2.9

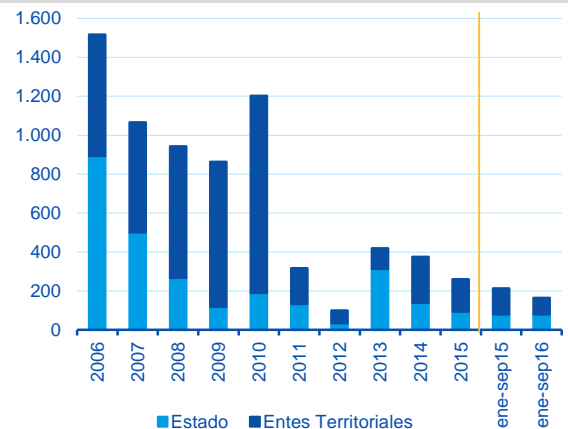
Obra pública, acumulada de enero a septiembre de 2016: crecimiento (a/a, %) y contribuciones por tipo de obra (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 2.10

Asturias: presupuesto de licitación por agentes (millones de euros)



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Las exportaciones de bienes asturianas muestran dos trimestres en positivo, pero insuficientes para recuperarse de la mala evolución en 2015

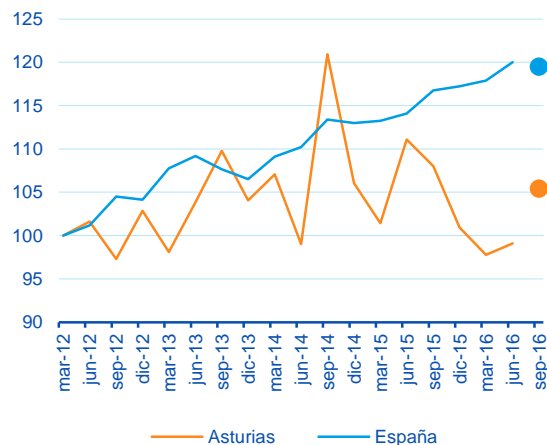
Las exportaciones asturianas de bienes en términos reales muestran una recuperación en el segundo y tercer trimestres del año, pero aún insuficiente para compensar un 1T16 fuertemente negativo, tras la caída del 2,1% el año pasado. Sin embargo, esta evolución negativa en el acumulado de 2016 es resultado de un primer trimestre del año muy negativo, que no ha podido ser compensado por la evolución positiva del segundo y tercero del año. Como resultado, el crecimiento acumulado en los tres primeros trimestres del año se sitúa en el -6,7% CVEC frente a los tres anteriores. A pesar de ello, los datos positivos de 2T16 y 3T16 podrían reflejar el inicio de una recuperación del sector (véase el Gráfico 2.11).

Por sectores, las semimanufacturas y bienes de equipo -que en conjunto supusieron más del 76% de las ventas de bienes asturianos al exterior de 2015- explican más del 90% de la caída en el acumulado de 2016 (véase el Gráfico 2.12). En concreto, la caída de las semimanufacturas viene explicada por la disminución de ventas de minerales no ferrosos y por las de hierro y acero. Por su parte, la caída en los bienes de equipo se explica en su totalidad por la caída en otros bienes de equipo y en material de transporte. Tan sólo las materias primas, el automóvil, los bienes de consumo duradero y las manufacturas de consumo han contribuido positivamente al crecimiento en lo transcurrido de 2016.

Parte del problema del sector exportador regional en los últimos años y, particularmente, el referente al sector de las semimanufacturas, está relacionado con su capacidad para salir al exterior y competir. El exceso de capacidad que viene mostrando España desde el año 2009 en la producción de algunos metales como el acero (el 10% de lo que produce, casi 2 millones de toneladas) implica la necesidad de incrementar las exportaciones, pero en un contexto de producción excedentaria en China, que presiona los precios a la baja. Por tanto, supone un reto para el sector exportador regional, en general, y para el del acero, en particular, realizar aquellas inversiones que permitan las ganancias de competitividad necesarias para poder competir a nivel global en un entorno de exceso de oferta agregada.

Gráfico 2.11

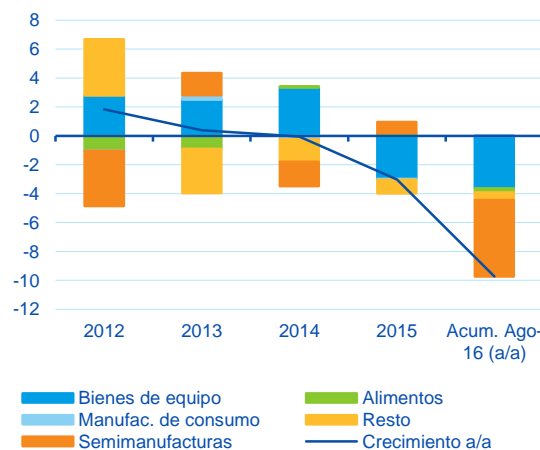
Asturias y España: exportaciones reales de bienes (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.12

Asturias: exportaciones de bienes por sector (contribución, a/a, %, nominal)



Datos de 2016, CVEC.

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por áreas geográficas, Francia, Italia y Alemania han sido los tres principales socios comerciales de la región en lo que llevamos de 2016 y acumulan entre los tres un tercio de las ventas al exterior. Por su parte, **el Reino Unido se encuentra lejos de ser uno de los principales socios comerciales asturianos, pues ha absorbido sólo algo más del 3,8% de sus exportaciones de bienes en lo que llevamos de año, menos de la mitad de la media de España.** Por tanto, Asturias no es de las comunidades más afectadas por el proceso del *brexit*.

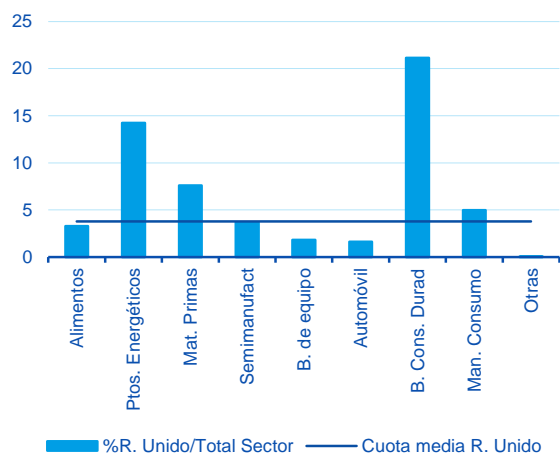
Con todo, **la importancia del mercado británico para la región no es homogénea entre sectores, ya que este mercado es particularmente relevante para los sectores de bienes de consumo duradero y productos energéticos asturianos** (véase el Gráfico 2.13) y, más concretamente, para el de muebles y el del carbón.

En línea con las exportaciones, **las importaciones de bienes reales de Asturias también reflejan una importante caída en lo que va de 2016** (véase el Gráfico 2.14). Los sectores energéticos y de materias primas, con un peso conjunto del 10% en 2015, explican la totalidad de la caída en lo que llevamos de 2016, y su evolución no puede ser compensada por el comportamiento positivo de los bienes de equipo. En particular, el comportamiento negativo se explica por la caída de las compras exteriores de carbón, petróleo y derivados, y menas y minerales, que no pueden ser compensadas por el aumento de maquinaria específica para ciertas industrias. En todo caso, el buen comportamiento de las importaciones de bienes de capital permite esperar un comportamiento positivo de la inversión en los próximos trimestres.

El menor dinamismo de los flujos comerciales y, en particular, la mayor caída de las importaciones que de las exportaciones suponen una mejora del saldo comercial de la balanza de bienes asturiana, en el acumulado de los ocho primeros meses del año, en relación al mismo periodo del año anterior. Con datos acumulados a agosto, el superávit se incrementa un +21,8% a/a, tras el de 2015, que equivalió al 1,9% del PIB regional.

Gráfico 2.13

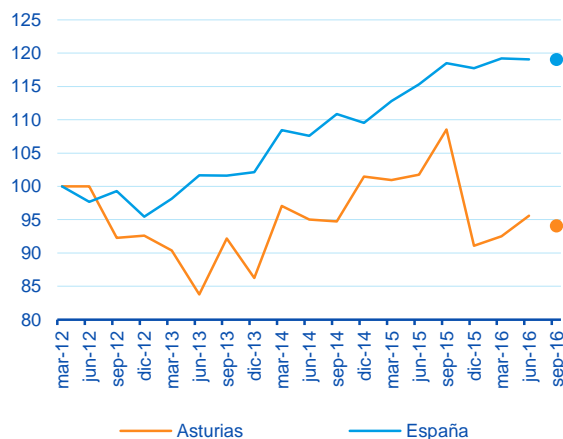
Exportaciones de Asturias: cuota británica por sector (% nominal)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.14

Asturias y España: importaciones reales de bienes (1T12=100, CVEC)



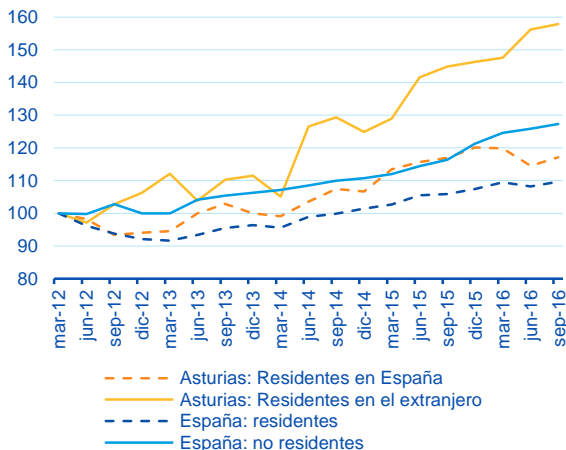
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

El turismo continúa marcando cifras récord

El sector turístico asturiano continúa creciendo en 2016, tras registrar cifras récord el año anterior, tanto en número de viajeros nacionales como extranjeros. La reducción de los costes de transporte derivada de la caída de los precios del petróleo y la progresiva recuperación de la demanda interna española han apoyado el mayor crecimiento del sector. En particular, con los datos disponibles a fecha de cierre de esta publicación, los viajeros y las pernoctaciones hoteleras continúan creciendo en los primeros tres trimestres del año, aunque a un ritmo más moderado que el año anterior (3,0% y 4,2% a/a, respectivamente, en el acumulado de los tres primeros trimestres, frente a crecimientos superiores al 11% en 2015). El menor crecimiento se debe a la moderación de los viajeros españoles (véase el Gráfico 2.15), que suponen casi un 85% de los viajeros en la región, ya que el crecimiento de los extranjeros continúa creciendo a doble dígito. Este buen comportamiento del sector turístico ha estado apoyado por las ganancias de competitividad derivadas de la moderación de precios hoteleros reales (véase el Gráfico 2.16). Los últimos datos disponibles corroboran una recuperación de estos precios reales durante los dos primeros trimestres de 2016.

Gráfico 2.15

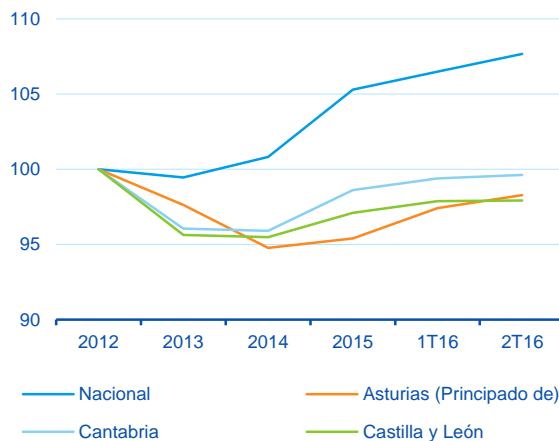
Asturias y España: entrada de viajeros en hoteles (mar-12=100, CVEC)



La catalogación de residentes y no se refiere con respecto a España.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.16

Precios hoteleros reales (2012=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La falta de dinamismo en los servicios explica el menor crecimiento del empleo en Asturias

Asturias ha continuado creando empleo en los tres primeros trimestres de 2016, aunque a un ritmo inferior al de España, tras mostrar también un menor dinamismo en 2015. La afiliación a la Seguridad Social en Asturias se ha incrementado a tasas trimestrales promedio del 0,3% t/t CVEC en los tres primeros trimestres de 2016 (España 0,8%), y los datos de octubre anticipan que podría producirse una aceleración adicional en el cuarto. Así, entre julio y septiembre el número medio de afiliados se ha incrementado en unos 4,3 mil respecto al mismo periodo del año anterior. Esta cifra está en línea con los datos ofrecidos por la última EPA disponible, que para 3T16 contabilizaba un crecimiento interanual de 4,6 mil empleos.

A nivel sectorial, la composición del incremento de los afiliados a la Seguridad Social sugiere algunas diferencias entre la región y el conjunto de la economía española. Entre ellas destacan dos hechos: la construcción y las manufacturas se conformen como los principales sectores de incremento en la afiliación, particularmente en el segundo y tercer trimestre del año; y una menor contribución de los sectores ligados a los servicios, como la hostelería y el comercio, y públicos, frente a lo reflejado por el total nacional (véase el Cuadro 2.2). En parte, esta distinta composición, orientada al crecimiento en sectores menos intensivos en empleo, podría justificar el menor crecimiento en el Principado. Sin embargo, las previsiones para el cuarto trimestre, realizadas con información hasta octubre, apuntan a un crecimiento de la afiliación regional que, si bien seguirá siendo menor que en el promedio nacional, sí mostrará una composición más similar a la del conjunto de España, con predominio de las actividades profesionales y los servicios públicos.

Cuadro 2.2

Contribuciones al crecimiento de la Seguridad Social (% t/t, CVEC. Datos de 2015, a/a)

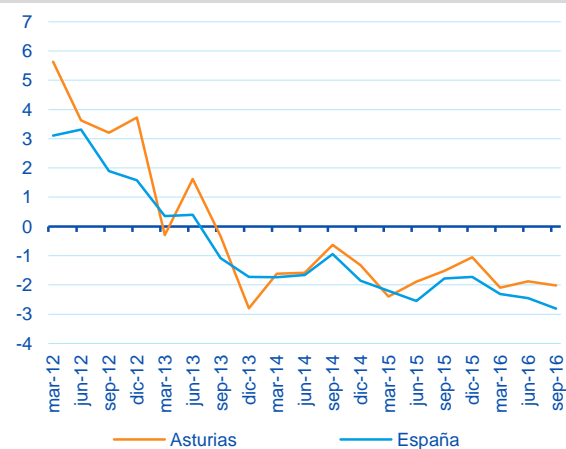
	Asturias					España				
	2015	1T16	2T16	3T16	4T16 (p)	2015	1T16	2T16	3T16	4T16 (p)
Agricultura	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Construcción	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
Comer., transporte y repar.	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2
Hostelería	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2
comunic., Finanzas y s. inmob.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Activ. Profes.	0,4	0,2	0,1	0,0	0,2	0,6	0,1	0,1	0,2	0,2
Serv. Públicos	0,4	0,2	0,1	0,0	0,2	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2
Serv. Sociales y act. Artíst.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	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	1,4	0,4	0,4	0,2	0,7	3,2	0,7	0,8	0,8	1,2

Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social; (p) previsión con datos a octubre

En este escenario, se mantiene la tendencia de reducción de los inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) a un ritmo del 2,0% t/t CVEC en lo que va de año (véase el Gráfico 2.17). En línea con esta evolución, la tasa de paro EPA se ha situado en el 18,1% CVEC a cierre del tercer trimestre, ligeramente superior a la de un año antes y, tras esta, la más baja desde 2011. A pesar de todo, la composición temporal del desempleo sigue mostrando una **alta proporción de desempleados de larga duración en Asturias**, ligeramente superior al 47% en 3T16, más de 5 p.p. por encima de lo observado en el promedio nacional (véase el Gráfico 2.18). Dicha situación afecta a algo más de 34 mil personas en el Principado.

Gráfico 2.17

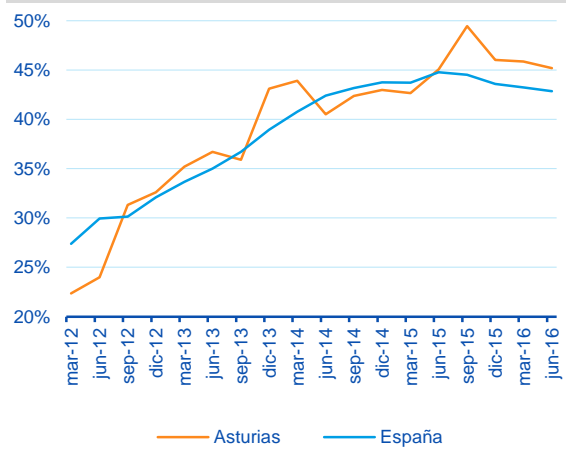
Asturias y España: paro registrado (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.18

Asturias y España: parados que llevan más de 2 años en situación de desempleo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La consecución de los objetivos de 2016 y 2017 requerirá un férreo control sobre el gasto del Principado

De cara a 2016, y depurando del impacto positivo de la liquidación del sistema de financiación⁸, los datos de ejecución presupuestaria conocidos confirman una mejor evolución de las cuentas públicas asturianas que la observada en 2015. Así, los ingresos del Principado de Asturias están creciendo algo por encima de lo esperado, de la mano de los recursos de la financiación autonómica, mientras que el gasto, con caídas concentradas en los intereses y en la inversión, se está ajustando algo menos de lo previsto. Como resultado, Asturias cerró agosto con superávit del 0,5% del PIB regional (que incluye en torno a 0,8 del PIB correspondientes a la liquidación del modelo) mejorando notablemente el déficit observado en el mismo periodo del año pasado.

Durante el segundo semestre del año se irá diluyendo el impacto de la liquidación del sistema, y se espera que el Gobierno de Asturias vuelva a dar un impulso al gasto en el último tramo del año. Con todo, es de prever que el Principado vuelva a reducir su déficit en 2016, situándolo próximo al objetivo de estabilidad aprobado en abril (-0,7% del PIB).

Hacia delante, las noticias recientes⁹ apuntan a que el Principado de Asturias ajustará sus presupuestos para 2017 a la consecución del objetivo del -0,5% del PIB, esperando que una parte importante del ajuste provenga del incremento de los recursos del sistema de financiación. Así, si se cumplen las previsiones de crecimiento económico el Principado de Asturias no debería tener excesivos problemas para cumplir también con el objetivo de 2017, siempre y cuando se cumplan sus expectativas de ingresos y se mantenga el control sobre el gasto público.

Menores vientos de cola y mayores riesgos reducirán el crecimiento en 2017

El ritmo de avance observado en el primer semestre del año ha permitido mejorar el crecimiento previsto para 2016. No obstante, la actualización del escenario macroeconómico¹⁰ contempla una moderación del crecimiento en los próximos trimestres. Así, las previsiones de BBVA Research apuntan a que la economía asturiana crecerá un 2,8% en 2016, 1,3 p.p. por encima de la media histórica (1,6% en el promedio 1981-2014), y que moderará su dinamismo para crecer alrededor del 2,2% en 2017.

Diversos factores contribuyen a esta revisión. En primer lugar, el consumo de los hogares permanece dinámico, mientras que la desaceleración está tardando en llegar más de lo previsto inicialmente, lo que soporta la revisión al alza del escenario para 2016. Sin embargo, si bien la política monetaria y los precios del petróleo continúan apoyando el crecimiento, su impacto irá moderándose durante los próximos meses. Además, la materialización de algunos riesgos como el *brexit*, un escenario global de crecimiento moderado, la incertidumbre sobre la política económica y el tono menos expansivo de la política fiscal explican la desaceleración para 2017.

8: La liquidación del sistema de financiación autonómica correspondiente a 2014 le ha supuesto un ingreso de 168 millones de euros, frente a los 49 millones de 2015

9: Véase <https://goo.gl/KqukQN>

10: Más detalles sobre el cambio de escenario para el conjunto de la economía española se pueden encontrar en Situación España, cuarto trimestre de 2016, disponible [aquí](#).

Política monetaria y precio del petróleo aún contribuyen a sostener el crecimiento

En primer lugar, **el mantenimiento de unos tipos de interés bajos y de una política monetaria expansiva** favorece unas condiciones favorables de acceso al crédito y la reducción de la carga financiera. Esto está suponiendo una ventaja para aquellas comunidades cuyos agentes están más endeudados y para la actividad en aquellos sectores en los que se opera con un elevado grado de apalancamiento (típicamente, la inversión residencial). En todo caso, los límites a mayores reducciones de tipos de interés (riesgo de crédito y la barrera del cero por ciento nominal) apuntan a que **la mayor parte del impacto positivo de la política monetaria ya habría pasado**.

En segundo lugar, **el coste del crudo sigue siendo reducido respecto a lo observado en los últimos años, y por tanto, seguirá incidiendo positivamente en el crecimiento**. Sin embargo, la senda esperada del precio del petróleo se ha revisado al alza respecto a lo considerado hace unos meses, lo que implica que el efecto sobre la economía no será tan positivo como se había previsto. Con todo, dada la menor dependencia relativa de la economía asturiana respecto de esta materia prima, se estima que **el impulso puede ser mínimo para la región, frente algo más de medio punto para el conjunto de la economía nacional** (véase el Gráfico 2.19), pero lejos de la media nacional.

Los efectos negativos del *brexit*, inferiores a la media nacional

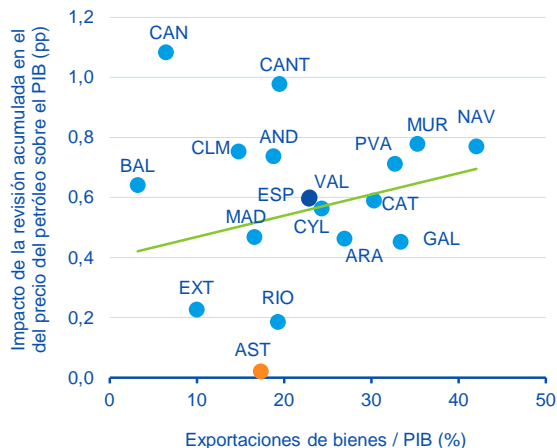
En tercer lugar, **el *brexit* tendrá un impacto negativo en la actividad económica, cuyos efectos se producen a través de diversos canales, tanto directos como indirectos**. En los directos, la desaceleración de la economía británica y la depreciación de la libra restan competitividad a las exportaciones de bienes y servicios asturianos. Y a esto hay que añadir los efectos indirectos, derivados de la desaceleración que pueda producirse en otros países de la UE.

El Reino Unido, en general, no es uno de los principales clientes de las exportaciones asturianas de bienes, aunque sí puede afectar a algunos sectores concretos, como los bienes de consumo duradero o los productos energéticos. Asimismo, en turismo, el Reino Unido tampoco es uno de los principales orígenes de los viajeros que llegan a Asturias, puesto que más de un 84% son nacionales. Finalmente, la demanda residencial procedente de ciudadanos de Reino Unido tras la aprobación del *brexit* tampoco es relevante, dado el escaso desarrollo del mercado de viviendas de segunda residencia para extranjeros en la región. Por tanto, el principal efecto del *brexit* sobre la economía regional podría venir a través de canales indirectos y del efecto que este tendrá sobre otros clientes más importantes para la región tanto del extranjero como del resto de España.

En definitiva, **la exposición de la economía asturiana al Reino Unido implicaría un impacto negativo cercano inferior a las cuatro décimas sobre el PIB regional en 2017**, en línea con lo esperado para el conjunto de España (véase el Gráfico 2.20).

Gráfico 2.19

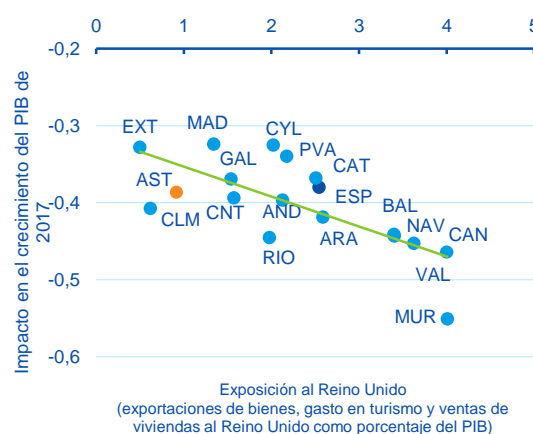
Impacto de la reducción en el precio del crudo sobre el crecimiento anual del PIB (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

Gráfico 2.20

Impacto del *brexit* por CC. AA: (p.p. sobre el crecimiento de 2017)



Fuente: BBVA Research

La incertidumbre de política económica condiciona el crecimiento

A pesar del vigor que ha mostrado el crecimiento durante el primer semestre del año, las estimaciones de BBVA Research apuntan a que esta fuente de incertidumbre podría estar restando 5 décimas al crecimiento del bienio 2016-2017. Además, las inversiones realizadas hasta la fecha podrían deberse a proyectos cuyas decisiones de inicio se tomaron antes del actual período de incertidumbre, lo que hace que no pueda descartarse una nueva desaceleración de la inversión privada en próximos trimestres.

La incertidumbre afecta a la adopción de las medidas de ajuste fiscal necesarias para cumplir el objetivo presupuestario, aunque la posición de Asturias puede ser relativamente cómoda en este aspecto. Por otra parte, las noticias recientes apuntan a que el Principado de Asturias continuará con las políticas expansivas¹¹ en la elaboración de sus presupuestos para 2017, apoyando el grueso de la corrección del déficit en la mejora de los ingresos. Con todo, **Asturias debería mantener la vigilancia sobre el control del gasto para lograr cerrar el año cumpliendo sus compromisos de estabilidad.** Aunque el nivel de déficit y de deuda de Asturias es relativamente reducido, especialmente en comparación con el del total de CC.AA. (véase el Gráfico 2.21), es necesario continuar avanzando en la reducción de estos desequilibrios.

Se crearán cerca de 10 mil empleos, pero sin alcanzar el nivel de renta previo a la crisis

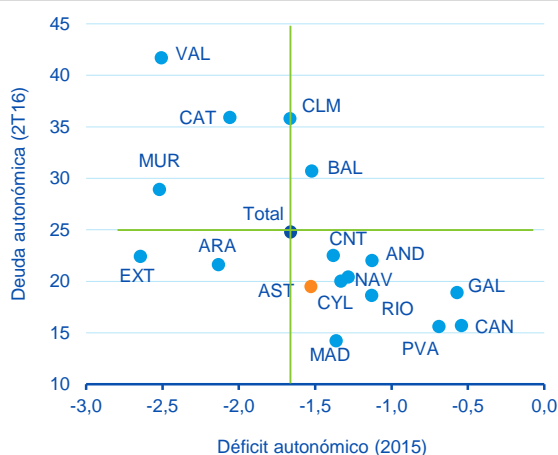
Hacia delante, BBVA Research plantea una desaceleración del crecimiento en 2017 que, no obstante, es compatible con una evolución positiva del mercado de trabajo. **En el escenario más probable se generarán cerca de 10 mil puestos de trabajo en el bienio 2016-2107**, y se enlazarán dos años consecutivos de creación de empleo. Paralelamente, **la tasa de paro se reducirá hasta el entorno del 18,6%, 10 p.p. por debajo de su máximo en 2013, pero aún alejada del 8% registrado en 2007** (véase el Gráfico 2.22).

11: Véase nota al pie de página 2.

Por su parte, tanto Asturias como España mejorarán sus niveles de renta per cápita, lo que permitirá que el conjunto de España recupere ya el nivel previo a la crisis, mientras que Asturias se quedaría sólo levemente por debajo ese objetivo. Con todo, a este resultado se llega a través de un comportamiento relativamente distinto: en España el PIB de 2017 será un 2,4% superior al de 2007 (en términos constantes), pero un aumento de la población del 2,3% supone un incremento del PIB per cápita sólo del 0,1%. En Asturias, en cambio, el PIB en 2017 aún será un 4,5% inferior al de 2007, aunque la pérdida de población (un 3,3% menos que entonces) reduce los efectos sobre el PIB per cápita, y éste será sólo un 1,2% inferior al de antes de la crisis. Por ello, **la región mantiene vigente los retos ya planteados en revistas anteriores**, entre los que destacan la reducción de la tasa de paro y del desempleo de larga duración, el aumento de la productividad media del trabajo y de la tasa de actividad, la mejora del capital humano, el avance en el proceso de digitalización y el reto demográfico. Como ejemplo de este último, el número promedio de ocupados asturianos mayores de 44 años (184 mil), supera en un 19% a la población asturiana menor de 20 años (154 mil).

Gráfico 2.21

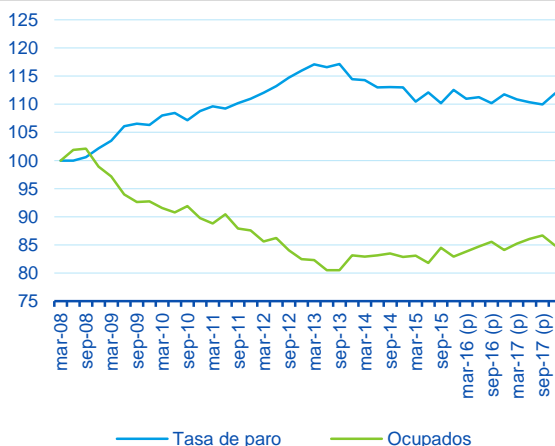
Déficit y deuda autonómicos (% del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

Gráfico 2.22

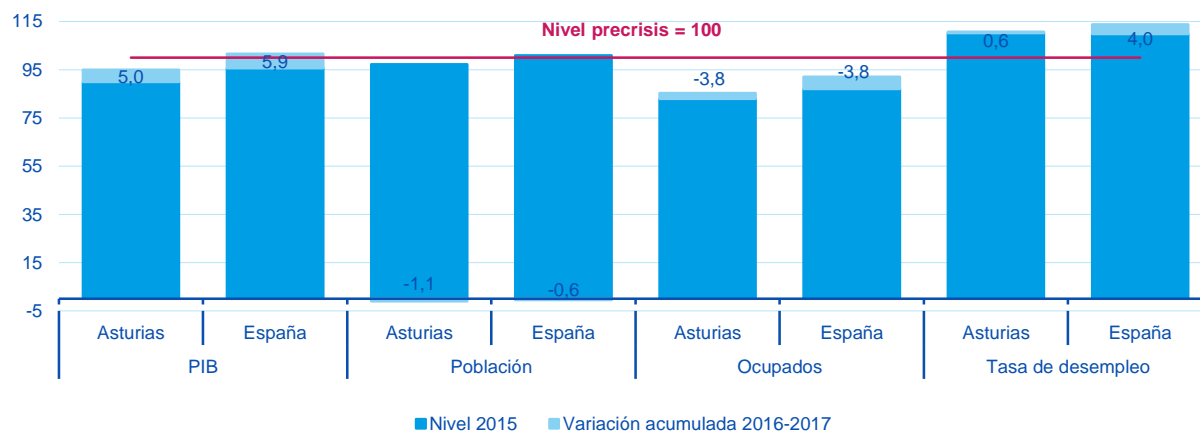
Asturias: ocupados EPA y tasa de paro (1T08=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.23

Asturias y España: PIB, población, empleo y tasa de paro. Nivel en 2015 y cambio en el bienio 2016-2017 (Nivel pre crisis=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Análisis de la situación económica de Asturias, a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Tercer trimestre de 2016

Los resultados de la encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al tercer trimestre de 2016¹² señalan un ligero empeoramiento de la economía. **Los datos de esta oleada, realizada a finales de 3T16, son algo peores que los del trimestre anterior, y siguen dando una señal dubitativa sobre el comportamiento de la economía asturiana.** Por una parte, algo más de **seis de cada diez encuestados prevén estabilidad en la actividad económica.** Por otra, los saldos netos de respuestas¹³ se han vuelto negativos, tanto respecto al trimestre corriente, como respecto al último trimestre de 2016.

Con estos resultados, los encuestados rompen la serie de cuatro trimestres con una visión estable y casi neutra en saldos netos de respuesta. Esos cuatro trimestres siguieron a la visión claramente optimista que mostraban los máximos del primer semestre de 2015. Así, la comparación interanual muestra unos datos de la encuesta claramente menos favorables que los de hace un año. El resultado del referéndum británico, la repetición de las elecciones generales en España y la incertidumbre sobre la política económica podrían explicar, entre otros factores, dicho

deterioro, pese a que la economía asturiana sigue creciendo por encima de su promedio histórico.

Sólo un 9% de los encuestados opina que la actividad aumentó en el tercer trimestre (mientras que un 29% opinó lo contrario) y apenas un 3% espera que lo hará en el cuarto. Con este resultado, se cierra un periodo de más de dos años de resultados favorables, para volver a entrar en terreno negativo tanto de en la visión de lo sucedido en el trimestre en curso como en la de las expectativas para el siguiente. Así, los resultados del 3T16 se ubican, a diferencia de lo observado desde mediados de 2013, claramente en el cuadrante inferior izquierdo del Gráfico R.1.1.

A nivel sectorial los mejores resultados son los relacionados con el turismo (83% de saldo neto positivo, mejorando 35 p.p. en periodo estival), **empleo en servicios** (46% de saldo neto, +9 p.p.) así como **nueva construcción** (+28% y +18 p.p.). Todo ello coincidiendo con las cifras récord del sector en la comunidad. El otro indicador relacionado con la demanda externa, **las exportaciones, mantiene un saldo neto prácticamente nulo, como hace un trimestre y hace un año**, con nueve de cada diez encuestados previendo estabilidad.

El resto de indicadores parciales se mantienen con saldos netos de respuesta positivos, a excepción de los relacionados con el sector industrial. Entre las percepciones positivas se incluyen la producción, la inversión y el empleo, particularmente en servicios y en construcción. La cartera de pedidos, y las ventas minoristas mejoran marginalmente,

12: La longitud de la muestra (21 trimestres) no permite realizar correcciones estacionales y de efecto calendario, por lo que la señal obtenida podría incorporar cierto componente estacional

13: El saldo neto de respuestas extremas se obtiene como diferencia entre el porcentaje de respuestas de los usuarios que consideran que la actividad evolucionó al alza menos los que consideran que lo hizo a la baja.

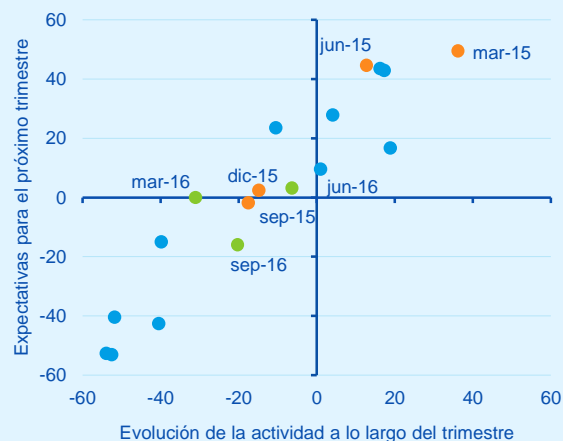
Recuadro1

pero siguen mostrando saldos netos negativos, con siete de cada diez encuestados que observan una situación estable (véase el Cuadro R.1.1).

En síntesis, los resultados de la encuesta BBVA de Actividad Económica muestran **resultados mixtos**, con mejoras en algunos indicadores parciales y debilidad en otros (véase el Gráfico R.1.2), pero con un **deterioro en los indicadores más generales arrastrados por la mala percepción existente sobre el sector industrial**. Como contempla el escenario de BBVA Research, la inercia del comportamiento de la demanda interna y el buen desempeño del turismo facilitan un escenario de suave desaceleración del crecimiento de la economía asturiana, que seguirá siendo positivo y superior a su media histórica. Todo ello en un contexto, en cualquier caso, de elevada incertidumbre.

Gráfico R.1.1

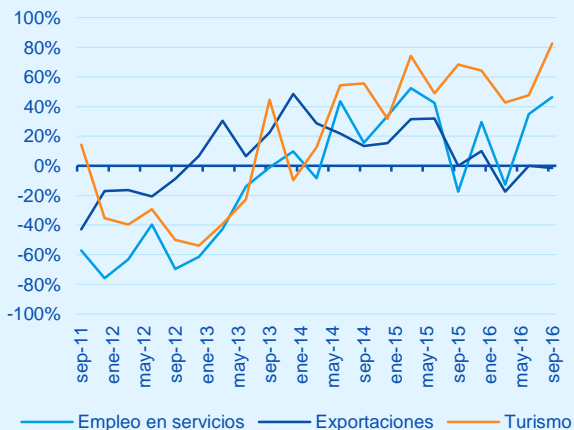
Encuesta BBVA en Asturias: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos netos de respuestas (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.2

Encuesta BBVA en Asturias: variables seleccionadas. Saldos netos de respuestas (%)



Fuente: BBVA Research

Cuadro R.1.1

Encuesta BBVA de Actividad Económica en Asturias. Resultados generales (%)

	3 ^{er} Trimestre 2016				2 ^o Trimestre 2016				3 ^{er} Trimestre 2015			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
Actividad Económica	9	62	29	-20	8	78	14	-6	4	75	21	-18
Perspectiva para el próximo trimestre	3	78	19	-16	13	78	10	3	4	91	5	-2
Producción industrial	0	94	6	-6	5	86	10	-5	0	84	16	-16
Cartera de pedidos	4	71	25	-20	0	70	30	-30	5	84	11	-5
Nivel de estocs	0	91	9	-9	0	90	10	-10	0	89	11	-11
Inversión en el sector primario	4	83	13	-9	5	90	5	0	0	89	11	-11
Inversión industrial	0	91	9	-9	5	78	17	-13	9	81	11	-2
Inversión en servicios	25	67	9	16	30	56	14	16	4	63	33	-30
Nueva construcción	32	64	4	28	14	81	5	10	19	81	0	19
Empleo industrial	0	83	17	-17	10	75	16	-6	16	79	5	11
Empleo en servicios	51	45	4	46	40	56	5	35	9	65	26	-18
Empleo en construcción	20	74	6	14	10	81	10	0	9	86	5	4
Precios	4	84	12	-7	5	86	10	-5	11	84	5	5
Ventas	16	67	17	-1	14	62	24	-10	16	74	11	5
Turismo	83	17	0	83	52	43	5	48	74	21	5	68
Exportaciones	4	90	6	-1	14	71	14	0	0	100	0	0

 (*) Saldo de respuestas extremas.
 Fuente: BBVA

3. La financiación regional en Alemania y en España: una perspectiva comparada

Ángel de la Fuente¹⁴ - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC.) Noviembre de 2016

En un estudio reciente elaborado por de la Fuente, Thöne y Kastrop (2016) se ofrece una comparación detallada entre los sistemas de financiación regional alemán y español y sus resultados financieros, así como una valoración de los mismos dentro del marco de los principios generales de la teoría del federalismo fiscal. El trabajo fue preparado a instancias de BBVA Research con el objetivo de extraer del análisis de la experiencia de ambos países algunas lecciones que puedan resultar de utilidad para mejorar sus respectivos sistemas. La presente nota resume muy brevemente los principales resultados del trabajo citado y profundiza en el análisis desde la óptica del Principado de Asturias, ofreciendo algunos datos que permiten hacerse una idea de cómo le habría ido bajo el sistema alemán en lugar del español. Un resumen más extenso del trabajo se ofrece en de la Fuente (2016).

Dos sistemas con muchas cosas en común pero también con diferencias importantes

El estudio muestra que los sistemas de financiación regional alemán y español tienen muchos elementos comunes, algunos de los cuales resultan poco deseables, comenzando por un exceso de complejidad y falta de transparencia, y por una cierta arbitrariedad en el reparto de recursos entre regiones.

Ambos países parten de un reparto bastante similar de recursos tributarios entre el Gobierno Central y las administraciones regionales (comunidades autónomas en España y estados federados o *Länder* en Alemania) que se reparten a partes aproximadamente iguales los rendimientos de los principales impuestos. Tanto en Alemania como en España, el IRPF y el IVA son impuestos compartidos, mientras que patrimonio, sucesiones, los tributos sobre el juego y el impuesto sobre transmisiones patrimoniales están cedidos a las regiones. La principal diferencia es que en Alemania los rendimientos de los impuestos especiales corresponden al Gobierno Federal y el impuesto de sociedades se comparte con las regiones mientras que en España es al revés. Este reparto inicial se ve después modificado por la aplicación de distintos *mecanismos de nivelación* cuyo objetivo teórico (no siempre cumplido) es el de reducir las diferencias iniciales de recursos entre territorios mediante diversas transferencias horizontales (entre regiones) y verticales (de la administración central hacia las regiones). En ambos casos, lo que se busca nivelar es la financiación por *habitante ajustado* o por unidad de necesidad, teniendo en cuenta los costes diferenciales de provisión de los servicios de titularidad regional en los distintos territorios.

14: Agradezco los comentarios y sugerencias de Pep Ruiz.

También existen algunas diferencias importantes entre los dos países. Una de ellas es que la capacidad normativa sobre los principales impuestos está mucho más centralizada en Alemania que en España. Mientras que en nuestro país las comunidades autónomas pueden fijar con pocas restricciones las escalas de gravamen de los tributos que les han sido cedidos totalmente y la del tramo autonómico del IRPF, en Alemania los impuestos más importantes se regulan en todo el país por una normativa uniforme dictada por la Federación, si bien ésta ha de ser ratificada por la cámara alta del Parlamento alemán o *Bundesrat*, que está integrada por delegaciones de los gobiernos de los estados. Así pues, aunque los *Länder* tienen una autonomía fiscal muy reducida cuando actúan de forma individual, colectivamente tienen una gran influencia sobre la normativa tributaria.

También es muy distinta en los dos países la distribución de responsabilidades recaudatorias entre la administración central y las administraciones regionales. En España las comunidades autónomas sólo gestionan directamente una parte de los tributos menores que tienen cedidos totalmente y es la Agencia Tributaria estatal la que recauda los grandes impuestos compartidos así como el Impuesto de Sociedades que es de titularidad exclusiva del Estado (fuera de las regiones forales). En Alemania, por el contrario, la Agencia Tributaria Federal sólo recauda los Impuestos Especiales, los aranceles y el IVA que grava las importaciones, y son los *Länder* los que gestionan el IRPF, Sociedades y el IVA sobre operaciones interiores. En buena medida, sin embargo, las agencias tributarias regionales alemanas actúan como agentes de la Federación y, como tales, están sujetas a la normativa, supervisión e instrucciones de la misma y han de contar con su aprobación para determinados nombramientos directivos.

Una tercera diferencia de interés entre los dos sistemas tiene que ver con el cálculo de la población ajustada o necesidades de gasto. En el caso español, la población regional se ajusta antes de realizar los cálculos que exige el sistema de financiación utilizando una fórmula relativamente sencilla que incorpora las principales variables demográficas y geográficas que afectan a la demanda de los servicios públicos gestionados por las comunidades autónomas o a sus costes unitarios -- esto es, la estructura por edades de la población, la extensión territorial, la dispersión de la población y la insularidad. En el caso alemán, el cálculo de las necesidades de gasto es muy simple pero también muy *ad-hoc*. La corrección que se introduce a la población alemana favorece enormemente a las ciudades estado de Hamburgo, Bremen y Berlín, cuya población se multiplica por 1,35 con el muy discutible argumento de que esto resulta necesario para compensar los elevados costes de provisión de los servicios públicos que existen en las zonas densamente pobladas. Para algunas otras regiones se introducen también correcciones menores con el argumento contrario: se trataría de compensar los elevados costes de prestar servicios públicos en territorios con baja densidad de población.

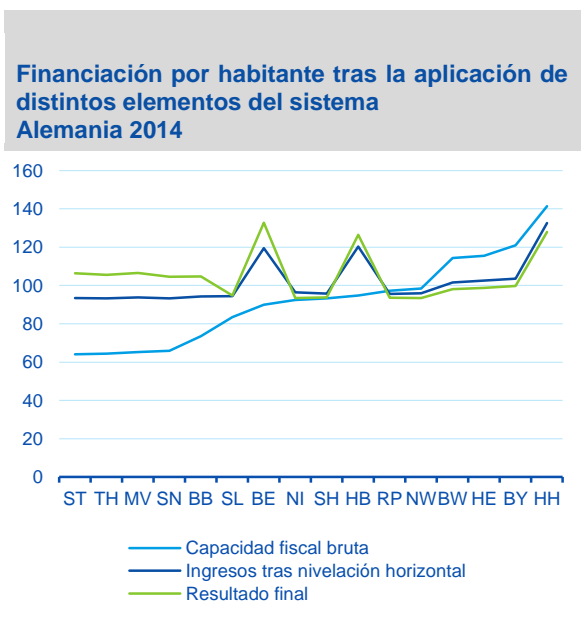
La última diferencia importante tiene que ver con el diseño de las transferencias verticales. En España, éstas se canalizan a través de una confusa maraña de fondos que se reparten con criterios muy diversos y en ocasiones contradictorios, lo que hace que se traduzcan en un fuerte aumento de la desigualdad y en la introducción de cambios aparentemente aleatorios en la ordenación de las regiones de acuerdo con su financiación por habitante. En Alemania, existen también varios tipos de transferencias verticales, pero con un diseño algo más ordenado. Las transferencias ordinarias sirven para llevar prácticamente hasta la media a aquellos estados que se hayan quedado por debajo de esta referencia tras la aplicación del mecanismo de nivelación horizontal. Seguidamente, el *Bund* o Federación realiza transferencias adicionales para cubrir ciertas necesidades

especiales de algunos *Länder*. Los principales beneficiarios de estas transferencias son los nuevos estados de la antigua Alemania del Este, que reciben fondos federales suplementarios para ayudar a superar el fuerte atraso existente en materia de infraestructuras y para compensar una capacidad financiera municipal desproporcionadamente baja y unas tasas de desempleo relativamente altas. El volumen de estas ayudas, sin embargo, se ha fijado desde el principio con un perfil decreciente con el paso del tiempo.

Los resultados financieros de los dos sistemas

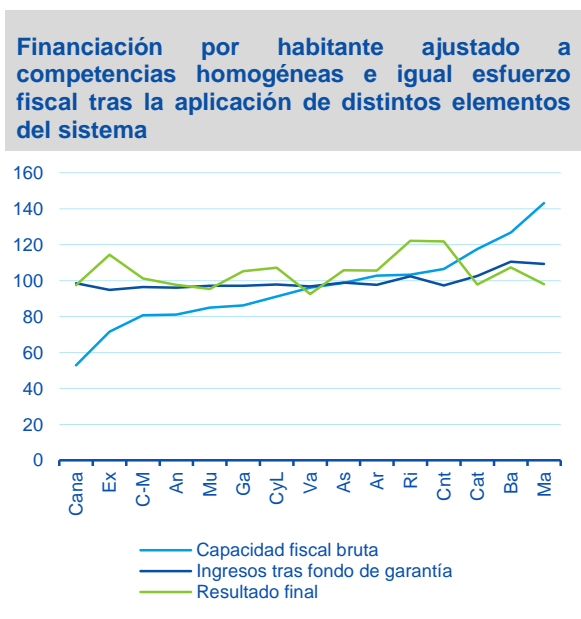
Los Gráficos 3.1 y 3.2 resumen los resultados de los sistemas alemán y español de financiación regional en 2014. En cada gráfico se muestra cómo cambia la financiación relativa de los distintos territorios según se van aplicando los sucesivos mecanismos de nivelación horizontal y vertical del sistema, partiendo de los ingresos tributarios asignados en primera instancia a cada territorio (su *capacidad fiscal bruta*). En España se trabaja con datos de financiación por habitante ajustado mientras que en Alemania se utiliza la financiación por habitante sin ajustar porque, como ya se ha indicado, el cálculo de la población ajustada se realiza con un criterio muy discutible. En ambos casos, se trabaja con índices per cápita o per cápita ajustada que toman como referencia el promedio nacional (que se normaliza a 100 para cada variable).

Gráfico 3.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.2



Fuente: BBVA Research

Algunas conclusiones

Quizás sorprendentemente, el análisis sugiere que los beneficios derivados de la adopción de los mejores elementos del sistema ajeno serían mayores para Alemania que para España porque nuestro país ofrece un grado mucho mayor de autonomía tributaria a las regiones, utiliza criterios más razonables para calcular sus necesidades de gasto y ha sido capaz de evitar que un grado elevado de redistribución genere incentivos perversos para la formulación y gestión de la política tributaria mediante un adecuado diseño técnico del sistema y el mantenimiento en manos de la agencia tributaria central de la recaudación del grueso de los ingresos tributarios del país.

Las principales lecciones para España tienen que ver con la necesidad de establecer criterios claros y consistentes de reparto para las transferencias verticales, especialmente cuando tales transferencias alteran la ordenación de las comunidades autónomas en términos de financiación, así como con las ventajas de establecer períodos de transición tan largos como sea necesario pero que eviten la tendencia a la congelación indefinida de la distribución de recursos que caracteriza al modelo español. Tanto el sistema de financiación alemán como el español establecen transferencias federales hacia ciertos territorios que alteran la ordenación original de los mismos en términos de recursos tributarios por habitante o por habitante ajustado. Pero mientras que en el caso español tales transferencias no siguen un criterio claro y tienen además una enorme inercia que lleva a congelar el *statu quo*, en el caso alemán los criterios son más claros (básicamente, ayudar a los nuevos estados del Este a superar sus desventajas de partida) y las transferencias nacen ya con un perfil decreciente prefijado sobre un período relativamente largo de tiempo.

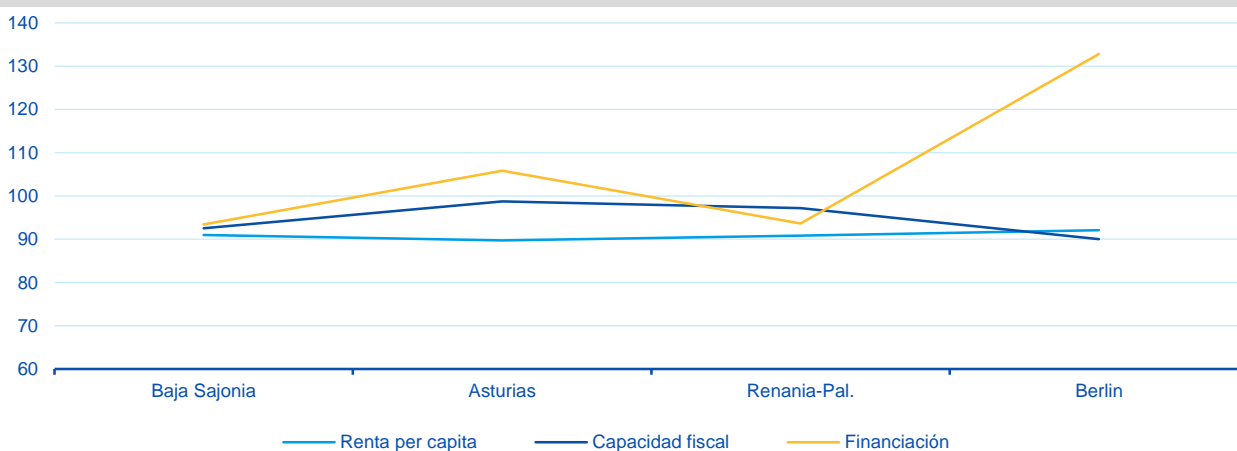
Aunque el trabajo no llega a ofrecer recomendaciones detalladas de cara a la próxima reforma del sistema, su análisis sugiere que sería muy aconsejable simplificar los criterios de reparto de las transferencias verticales, eliminando los actuales Fondos de Convergencia y el Fondo de Suficiencia e integrando sus recursos actuales en un único Fondo de Nivelación Vertical que sirva para mitigar en la medida de lo posible la desigualdad en términos de financiación por habitante ajustado que pueda persistir tras la aplicación de la nivelación horizontal que genera el actual Fondo de Garantía.

¿Cómo nos trataría el sistema alemán? El caso de Asturias

¿Qué pasaría si aplicásemos el sistema alemán a las regiones españolas? A esta pregunta no puede dársele una respuesta exacta porque hay elementos del sistema de financiación alemán que no son directamente trasladables al caso español. Dos ejemplos importantes son las transferencias específicas a los nuevos estados del Este para reducir sus déficits de infraestructuras y el sistema *ad-hoc* que se utiliza para ajustar la población de las ciudades estado.

Gráfico 3.3

Renta, capacidad fiscal y financiación relativas, (las dos últimas por habitante ajustado en España y por habitante en Alemania) Asturias vs. Baja Sajonia, Renania-Palatinado y Berlín en 2014



Fuente: BBVA Research

Pese a ello, resulta informativo comparar el índice observado de financiación de cada comunidad autónoma española con el correspondiente a aquellos estados alemanes que más se le parecen en términos de renta per cápita. El Gráfico 3 resume la información relevante para el caso asturiano. El Principado contaba en 2014 con un nivel de renta per cápita relativa de 90 (con la media española sin las forales igual a 100). Esto le situaba muy cerca de los estados alemanes de Baja Sajonia, Renania-Palatinado y Berlín (con índices de 91, 91 y 92 respectivamente). La situación es también bastante similar en términos de capacidad fiscal bruta, aunque en este caso Asturias y Renania-Palatinado se sitúan varios puntos por encima de los otros dos territorios.

Examinando los índices de financiación, finalmente, vemos que Asturias está claramente por encima de dos de los tres estados alemanes considerados, con un índice de financiación¹⁵ de 106, frente a 93 en Baja Sajonia y de 94 en Renania-Palatinado. Así pues, vemos que el sistema español trata a Asturias mucho mejor de lo que el sistema alemán trata a los dos *Länder* que más se le parecen. Como cabría esperar, Berlín, con un índice de 133, es la excepción a esta norma. Esta situación se debe al tratamiento especial que, como hemos visto, se otorga a las ciudades-estado en el sistema de financiación alemán.

Referencias

de la Fuente, A., M. Thöne y Ch. Kastrop (2016). "Regional Financing in Germany and Spain: Comparative Reform Perspectives." BBVA Research, Working Paper no. 16-04, Madrid.

<https://www.bbva.com/en/publicaciones/regional-financing-in-germany-and-spain-comparative-reform-perspectives/>

de la Fuente, A. (2016). "La financiación regional en Alemania y en España: Una perspectiva comparada" BBVA Research, Working Paper no. 16, Madrid

15: Para España, se trabaja con la capacidad fiscal y la financiación por habitante ajustado. En el caso alemán, sin embargo, se utilizan magnitudes por habitante (sin ajustar) por las razones ya indicadas.

4. Cuadros

Cuadro 4.1

Principales indicadores de coyuntura de la economía de Asturias (%)

	2015		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, CVEC)		
	Asturias	España	Asturias	España	Asturias	España	Último mes
Ventas Minoristas	1,0	3,6	4,7	4,4	-0,3	0,5	sep-16
Matriculaciones	24,0	22,9	8,5	13,4	12,5	7,5	sep-16
IASS	3,3	4,8	1,8	4,1	0,2	-0,1	ago-16
Viajeros Residentes (1)	11,2	6,4	0,6	4,4	3,0	0,5	sep-16
Pernoctaciones Residentes (1)	12,4	5,3	1,0	3,1	-1,0	-2,6	sep-16
IPI	7,6	3,3	-8,2	2,1	-1,2	0,3	sep-16
Visados de Viviendas	21,0	42,9	27,5	35,5	152,0	-10,0	ago-16
Transacciones de viviendas	10,8	10,9	20,7	17,4	2,9	2,8	jul-16
Exportaciones Reales (2)	-2,1	3,4	-5,3	3,6	18,4	2,2	ago-16
Importaciones	2,3	6,0	-10,6	3,1	-12,1	1,5	ago-16
Viajeros Extranjeros (3)	13,4	5,9	9,2	9,9	-1,1	1,8	sep-16
Pernoctaciones Extranjeros (3)	12,3	3,9	16,9	9,8	-6,9	0,8	sep-16
Afiliación a la SS	1,4	3,2	1,3	3,0	0,4	0,5	oct-16
Paro Registrado	-6,4	-7,5	-6,8	-8,5	-0,7	-1,2	oct-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)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB a precios constantes	-0,8	-0,2	1,1	1,9	1,6	1,5
Consumo privado	-1,2	-0,5	0,8	1,7	1,6	1,4
Consumo público	-0,3	0,2	0,6	1,4	1,7	1,1
Formación bruta de capital fijo	-3,2	-2,4	1,5	2,9	2,2	2,4
Inventarios (*)	-0,9	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-2,2	-0,6	1,1	1,7	1,7	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	2,8	2,3	4,4	6,1	2,4	2,8
Importaciones (bienes y servicios)	-0,7	1,5	4,8	6,1	2,9	3,2
Demanda externa (*)	1,4	0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,1
Precios						
IPC	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	0,8	1,2
Mercado laboral						
Empleo	-0,4	-0,7	0,6	1,1	1,3	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,4	12,0	11,6	10,9	10,1	9,7
Sector público						
Déficit (% PIB)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,8
Deuda (% PIB)	89,5	91,3	92,0	90,4	89,6	88,5
Sector exterior						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	2,2	2,4	3,1	3,4	3,2

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.3

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

* 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: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años						
(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,13	1,72	1,79
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,54	0,08	0,13

Fecha de cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio						
(Promedio anual)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,90	0,90
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,11	1,11
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,34	1,22
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	107,85	111,75
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,23	6,63	7,00

Fecha de cierre de previsiones: 4 de noviembre 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	3,3	2,5
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,3	2,3
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	1,2	1,8
Formación Bruta de Capital	-3,4	3,8	6,0	4,1	3,4
Equipo y Maquinaria	5,0	8,3	8,9	6,3	3,8
Construcción	-8,6	1,2	4,9	2,6	2,7
Vivienda	-10,2	6,2	3,1	3,1	3,5
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,9	3,3	3,0	2,3
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	5,5	3,5
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	5,1	3,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,5	-0,1	0,2	0,2
PIB nominal	-1,4	1,1	3,7	4,1	4,7
(Miles de millones de euros)	1025,6	1037,0	1075,6	1119,8	1172,8
PIB sin inversión en vivienda					
PIB sin construcción	-2,8	1,2	3,0	2,8	2,5
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-3,4	1,1	3,0	2,8	2,2
Tasa de paro (% población activa)	1,7	0,3	0,3	0,5	0,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)					
Productividad apartante del factor trabajo	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	1,7
Precios y costes					
IPC (media anual)	0,4	-0,3	0,5	0,8	2,1
IPC (fin de periodo)	1,4	0,0	0,4	0,8	1,2
Deflactor del PIB	-0,3	-0,3	0,2	0,4	0,8
Remuneración por asalariado					
Coste laboral unitario	1,5	1,0	1,4	1,3	1,7
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	93,7	99,3	99,2	100,2	99,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)					
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,9	0,9	1,9	3,4	3,9
Hogares					
Renta disponible nominal	-1,7	1,4	3,2	3,3	2,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	-3,2	1,6	2,8	3,3	2,3

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre 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 y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

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

Álvaro Flores
alvaro.flores.alonso@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

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

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

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