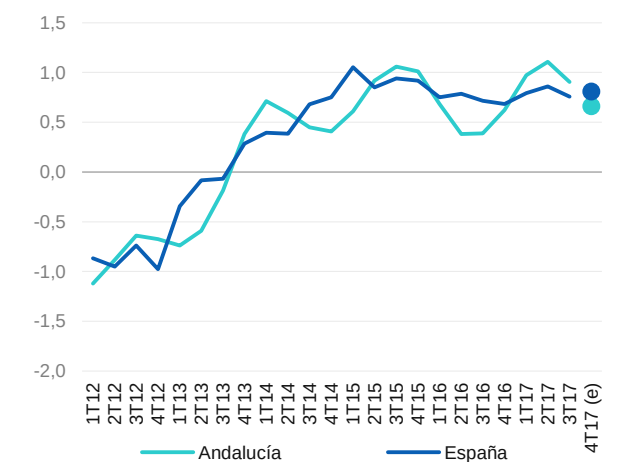


2. Perspectivas para la economía andaluza

Los datos de actividad y expectativas confirman que la economía andaluza volvió a recuperar la senda de crecimiento en el primer semestre de 2017. En particular, el modelo MICA-BBVA estima que el PIB andaluz habría aumentado alrededor del 1% t/t en los dos primeros trimestres del año (véase el Gráfico 2.1) dos décimas por encima del promedio nacional. Así, a comienzos de 2017 se observó un mayor dinamismo en la actividad que en el segundo semestre de 2016, el cual se habría desacelerado en el tercer trimestre (0,9% t/t) y podría volver a hacerlo en el cuarto (0,7% t/t). Esta señal es consistente con la mostrada en la Encuesta de Actividad Económica que BBVA realiza en la región trimestralmente, que sigue mostrando, a lo largo de los tres primeros trimestres de 2017, resultados favorables en lo referente al trimestre en curso, pero reduce las perspectivas hacia el 4T17 (véase el Gráfico 2.2).

Tras haber aumentado a un ritmo del 2,8% en 2016, se prevé que el PIB regional crezca un 3,2% en 2017 y un 2,5% en 2018, lo que permitiría la creación neta de unos 206 mil empleos en el conjunto de los dos años. Esto, como consecuencia de los buenos datos de actividad conocidos hasta ahora y de distintos factores de soporte como el sólido crecimiento mundial, un precio del petróleo relativamente bajo y una política monetaria expansiva, entre otros. En todo caso, al final de este periodo el nivel de ocupados será todavía un 5,7% inferior al de principios de 2008.

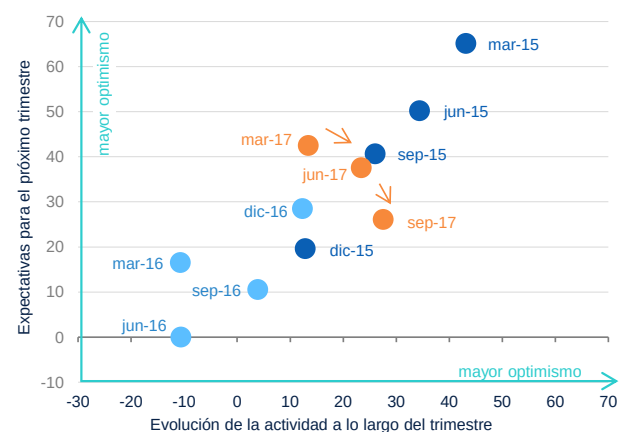
Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB según el modelo MICA-BBVA (t/t, %, CVEC)



(e) estimación.

Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Andalucía: actividad y perspectivas según la Encuesta de Actividad Económica BBVA (% saldo de respuestas extremas)



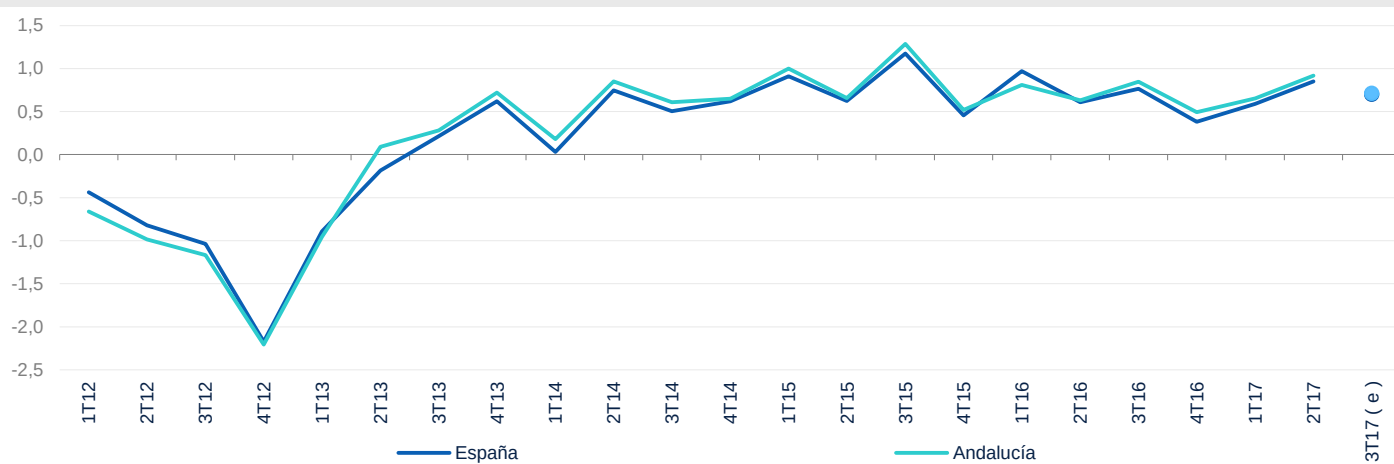
Fuente: BBVA

El consumo privado se mantiene fuerte, aunque desacelerando en el 2S17

El gasto en consumo de las familias andaluzas mantiene su crecimiento en 2017. Entre los factores que lo soportaron se encuentran el mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos, el aumento de la riqueza disponible de las familias y un precio del petróleo que se mantiene relativamente barato. Así lo muestra el Indicador Sintético de Consumo que elabora BBVA Research -ISCR-BBVA³- que aglutina la señal de los principales indicadores parciales de gasto disponibles de la comunidad.

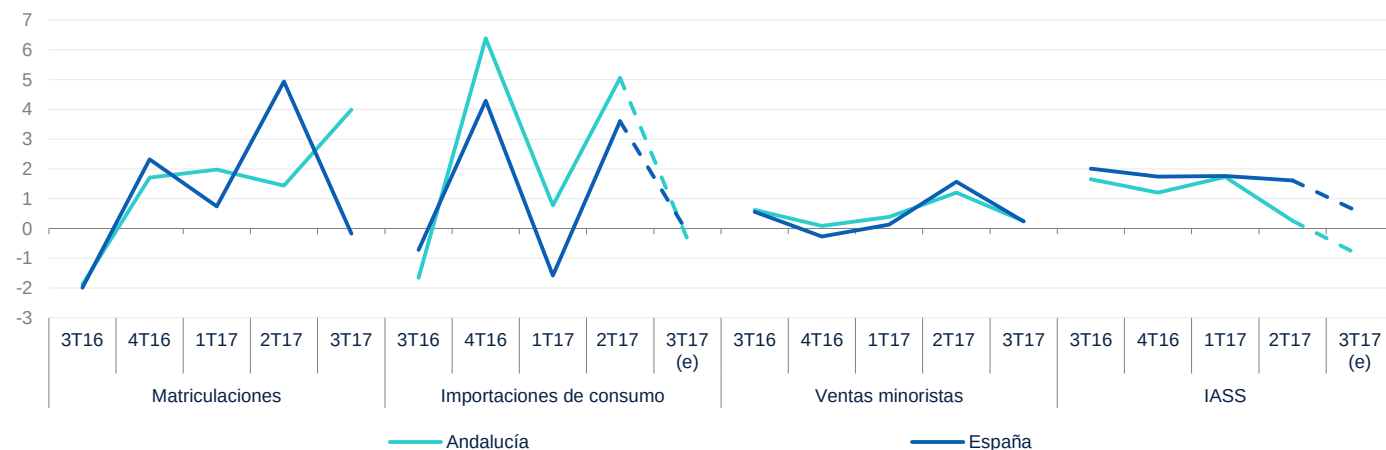
En el primer semestre de 2017, el ISCR de Andalucía señala un crecimiento promedio trimestral del 0,8% CVEC, una décima superior tanto al crecimiento observado para el conjunto de España, como al de la región durante el último semestre del año pasado. Sin embargo, este comportamiento se habría truncado en la segunda parte del año (véase el Gráfico 2.3). Así, los indicadores parciales muestran que el consumo se habría desacelerado nuevamente en el tercer trimestre (hasta el 0,6% t/t) (véase el Gráfico 2.4).

Gráfico 2.3 Indicador sintético de consumo regionalizado ISCR (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

3: 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, carburantes 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, 4 Trimestre 2015, BBVA Research disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-espana-cuarto-trimestre-de-2015/>

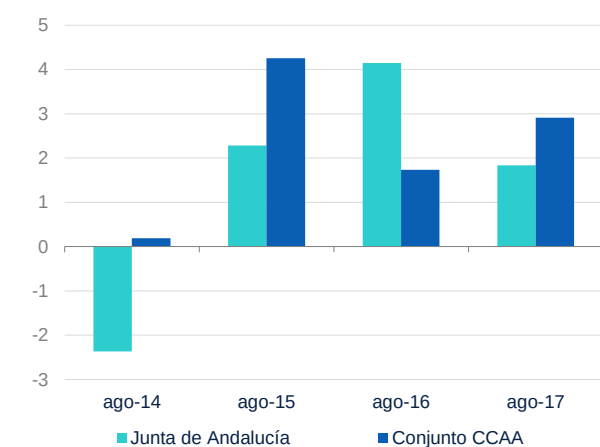
Gráfico 2.4 Evolución de los principales indicadores de consumo privado (% t/t, CVEC)


(e) estimación con la última información disponible.

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

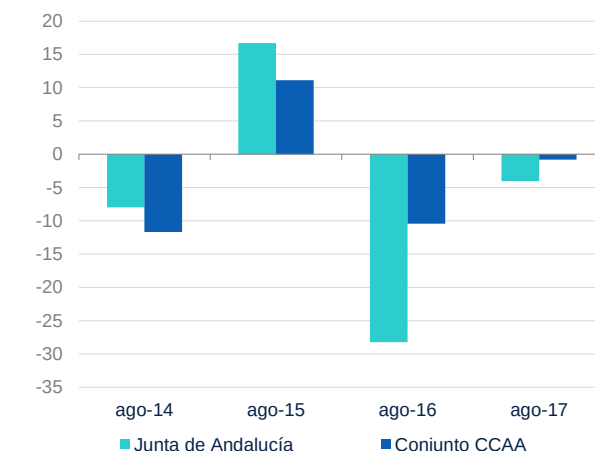
Nuevo impulso al consumo público

Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta agosto de 2017 ponen de manifiesto que la Junta de Andalucía habría moderado el impulso al gasto durante el tercer trimestre del año, de tal forma que estaría creciendo a un ritmo del 1,8% a/a, por debajo del avance observado por la media autonómica (2,9% a/a, véase el Gráfico 2.5). Este aumento se sitúa además por debajo del crecimiento del PIB nominal regional, lo que lo hace compatible una caída de una décima de la ratio del consumo público sobre el PIB. Por el contrario, Andalucía habría vuelto a concentrar su esfuerzo de ajuste en la inversión, la cual registra una contracción del 4,0% a/a y se mantiene en mínimos históricos (véase el Gráfico 2.6).

Gráfico 2.5 Gasto en consumo final nominal*. Acumulado enero a agosto (% a/a)


(*) Aproximación al gasto en consumo final nominal, excluido el consumo de capital fijo.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFF

Gráfico 2.6 Formación bruta de capital nominal. Acumulado enero a agosto (% a/a)


Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFF

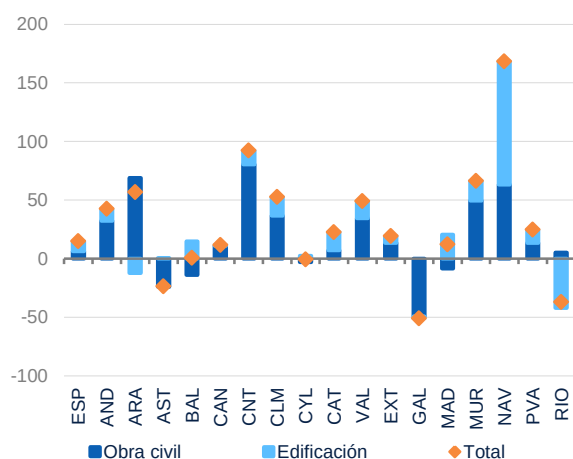
La licitación de nueva obra pública se recupera tras dos años de retrocesos

En los primeros nueve meses del año la licitación de nueva obra pública en Andalucía se comportó mejor que la media. Así, mientras en el conjunto del país el presupuesto licitado en el periodo creció el 14,9% a/a, en Andalucía el incremento fue del 42,5%. Este avance se soportó en un aumento del 24,3% a/a de la edificación pero, sobre todo, por la obra civil, cuya licitación superó en un 55,6% la de los nueve primeros meses de 2016. Además, este dinamismo fue muy superior al observado de media en España en este segmento (9,5%).

El detalle indica que la mayor partida presupuestaria se destinó a obras hidráulicas (26,3% del total licitado). La mejora y construcción de carreteras fue la segunda partida más relevante, seguida de las obras destinadas a urbanización. En términos de edificación, las mayores partidas se destinaron a obras en edificios sanitarios y en edificios administrativos. Por provincias, entre enero y septiembre Almería registró el mayor avance en términos de obra pública: en la provincia el presupuesto de licitación casi se triplicó respecto al del mismo periodo de 2016. Este incremento descansa en la contratación de obras de edificios destinados a la salud o la educación, así como a obras en la red de carreteras de la provincia. Córdoba fue la segunda provincia con un mayor dinamismo de la obra pública, donde el presupuesto prácticamente se duplicó en el periodo de tiempo. Por el contrario, tras el buen desempeño en ejercicios anteriores, la obra pública en Granada se redujo en los nueve primeros meses de 2017.

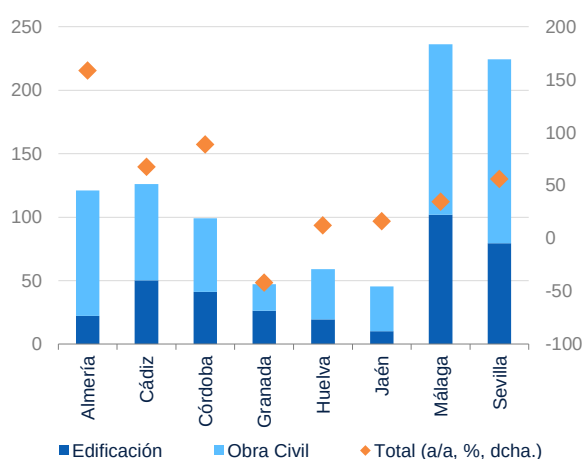
Diferenciando por organismos financiadores, el aumento de la licitación en la primera parte de 2017 vino por parte del Estado y, sobre todo, de los Entes Territoriales. El Estado incrementó el presupuesto destinado a nueva obra pública el 40,0% interanual entre enero y septiembre de 2017. Por su parte, los Entes Territoriales lo aumentaron el 43,4%. De este modo, la relevancia del Estado en la financiación de nueva obra pública permanece en mínimos de los últimos años: entre enero y septiembre del año en curso, tan sólo el 28,1% de la nueva obra financiada se hizo desde el Estado.

Gráfico 2.7 Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual entre ene y sep-17 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.8 Andalucía: presupuesto de licitación por provincias entre ene y sep-17 (millones de € y % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

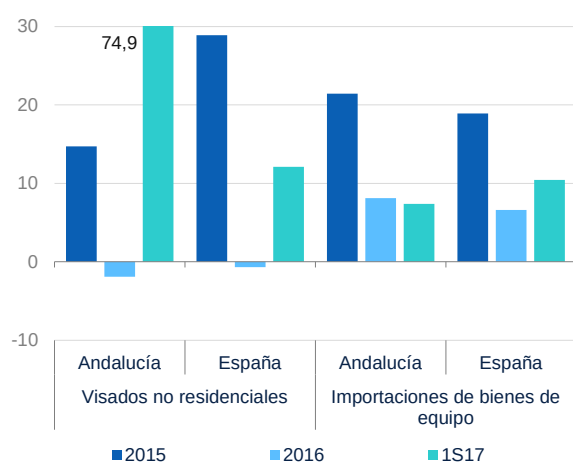
Señales mixtas en la inversión empresarial, fortaleza en la construcción no residencial pero debilidad en las importaciones de bienes de capital

Hasta agosto de este año, las importaciones de bienes de equipo se han incrementado un 7,4% a/a en términos nominales, lo que supone un crecimiento algo inferior al del conjunto nacional en el mismo periodo (10,4% a/a) (véase el Gráfico 2.9). Con ello, los bienes de inversión equivalen a casi un 13% del total de importaciones, alcanzando los 2.500 mill. €, 5 pp más de lo que suponían en 2013 al inicio de la recuperación, pero aún lejos del 21% que suponen en el conjunto nacional.

En contraste, la construcción de edificios no residenciales⁴ ha experimentado un fuerte repunte durante los primeros ocho meses del año, muy superior al observado para el conjunto de España. En concreto, la superficie visada destinada a este tipo de edificios ascendió a los 471.000 m², un 53,7% más que en el mismo periodo de 2016 (en el conjunto del país la superficie visada creció un 2,7%). Esta positiva evolución responde al aumento de la superficie en visados destinados a servicios comerciales y almacenes, así como en los vinculados con actividades turísticas, recreo y deporte.

De modo más cualitativo, en general los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Andalucía correspondiente al 3T17 muestran un mayor optimismo que hace un año, sobre todo en industria, turismo y construcción. Cabría destacar que, en el caso de la construcción y el turismo, casi la mitad de los encuestados indica que se experimentó un aumento de la actividad en el trimestre. Con respecto al trimestre anterior, las mejorías más notables se han observado en construcción e industria. En los servicios la visión sigue siendo muy favorable, aunque se reduce el saldo de respuestas levemente frente a lo observado hace un trimestre (véanse el Gráfico 2.10 y el Recuadro 1).

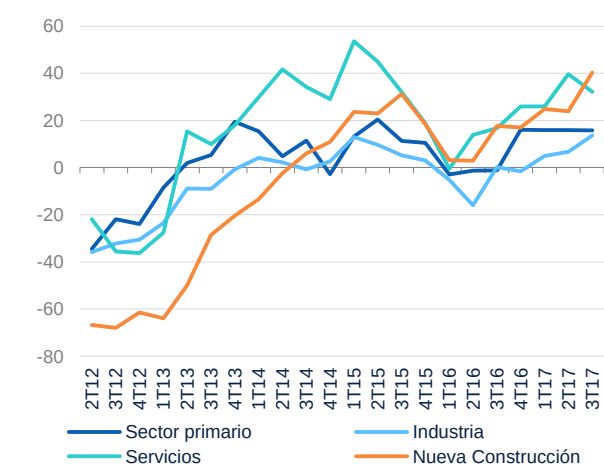
Gráfico 2.9 Crecimiento de visados de construcción no residencial (m²) e importaciones de bienes de equipo (% a/a)*



*Datos de 2017 hasta agosto.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento y Datacomex

Gráfico 2.10 Andalucía: evolución de la inversión por sectores según la Encuesta de Actividad Económica de BBVA (salvos de respuestas, %)



Fuente: BBVA

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

La venta de viviendas repunta, aunque los precios se recuperan algo más débilmente que en el conjunto de España

Andalucía sigue mostrando un tono positivo en su mercado inmobiliario. El crecimiento de la demanda es sólido y cuenta con el apoyo de la demanda extranjera y de los demandantes residentes en otras regiones de España. Esta solidez se traslada poco a poco a los precios que muestran subidas. Por su parte, la iniciación de viviendas volvió a crecer por encima de la media. En cualquier caso, el mercado sigue exhibiendo comportamientos muy diferenciados por provincias.

La venta de viviendas en la primera mitad del año creció a un ritmo similar a la media española. Entre enero y junio de 2017 en Andalucía se vendieron 49.501 viviendas, lo que supuso un incremento interanual del 17,6%, similar al 17,3% al que crecieron las ventas de media en España. El Gráfico 2.11 muestra un buen desempeño tanto en el primer como en el segundo trimestres de 2017, registrando un aumento trimestral promedio del 10,0% t/t (CVEC). Diferenciando por segmentos de demanda, se aprecia un repunte significativo de las compras efectuadas por residentes en otras comunidades autónomas, tras tres años consecutivos de descensos. En particular las ventas de este colectivo crecieron en el primer semestre de 2017 el 21,9% interanual. Pese a ello, su peso en las ventas totales no destaca frente a la media nacional (9,3% vs 9,4% en España). Las compras de residentes en la región, que suponen el 73,4% del total, crecieron a una tasa interanual del 20,0%, por encima del desempeño medio de este colectivo en España (17,7% a/a). En cuanto a las operaciones de extranjeros, entre enero y junio del año en curso se produjo un incremento interanual del 5,9%, con lo que su peso se elevó hasta el 16,6%, en línea con la media nacional. Sin embargo en este ámbito hay una gran disparidad entre provincias: mientras en Málaga las compras de los extranjeros fueron el 33,4% del total de ventas en la región, en Córdoba apenas alcanzó el 2%. Almería también se situó por encima de la media regional (23,3%).

Por provincias, el grueso del mercado sigue situándose en Málaga y Sevilla, que en el 1S17 concentraron el 50,1% de las ventas en la comunidad autónoma (16.555 y 8.249 transacciones, respectivamente). Sin embargo, en la primera mitad del año el mayor dinamismo de las ventas se localizó en Granada y Almería, con crecimientos del 26,4% y el 23,5%, respectivamente (véase el Cuadro 2.1).

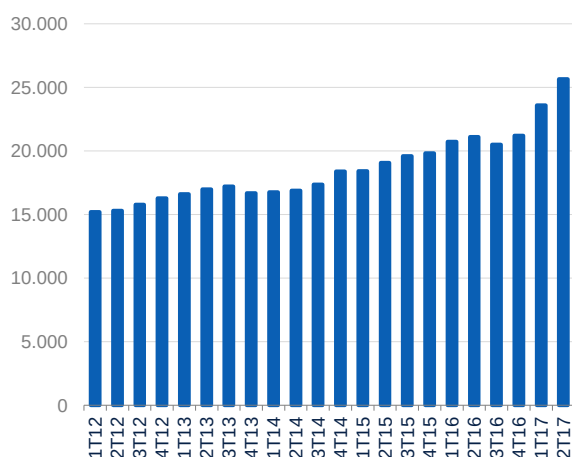
El precio de la vivienda en Andalucía muestra un menor crecimiento que la media nacional en la primera mitad del año. Según el Ministerio de Fomento al cierre del segundo trimestre el precio de la vivienda en la región era de 1.232,7 €/m², manteniéndose por debajo de la media nacional (1.530,0€/m²). En los dos primeros trimestres de 2017 el precio ha experimentado un crecimiento interanual del 1,1% en promedio trimestral (España, 1,9%). Al igual que la media, el incremento en el primer trimestre fue ligeramente superior al del segundo. Por provincias, el precio varió entre los 1.611,5 €/m² de Málaga y los 806,1 €/m² de Jaén y, tal y como muestra el cuadro 2.1, el precio en la primera mitad del año tan sólo subió en Málaga, Sevilla y Almería, registrando, de media en cada trimestre, un incremento interanual del 3,9%, 1,5% y 1,0%, respectivamente.

Los permisos para iniciar nuevas viviendas en los primeros ocho meses de 2017 crecieron por encima de la media nacional. En este periodo la firma de visados en Andalucía ascendió a 11.214 unidades, el 82,7% más que hace un año, un incremento notablemente superior al registrado, de media, en España (25,9%). De este modo se conserva la

tendencia de crecimiento de la iniciación de viviendas que se inició en 2015. Así, en la primera mitad del año la firma de visados creció un promedio trimestral del 13,8% (CVEC). Ello fue resultado de un muy buen primer trimestre que no logró mantenerse en el segundo (Gráfico 2.12).

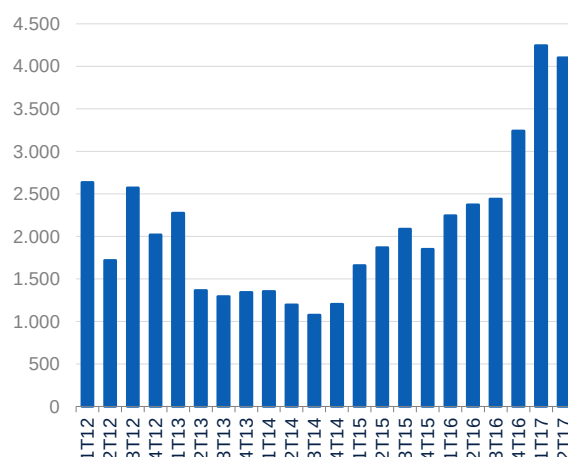
Por provincias, se observan aumentos interanuales de los visados en todas ellas. Destacan los incrementos de Huelva (203,4%), aunque continuó siendo la provincia en la que menos visados se firmaron (452); Granada (154,3% con la firma de 1203 permisos) y Córdoba (114,0% donde se aprobaron 980 visados). En Málaga, la provincia donde más visados se firmaron, 4.433, el 39,5% del total de la región, el crecimiento fue del 69,3% interanual.

Gráfico 2.11 Andalucía: venta de viviendas (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.12 Andalucía: visados de construcción de vivienda nueva (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Cuadro 2.1 Andalucía: variables del mercado inmobiliario

	Peso de la demanda extranjera		Precio de la vivienda	
	Venta de viviendas	Visados de vivienda		
	1S17 (% a/a)	1S17 (% total ventas)	1S17 (% a/a)	ene-ago 17 (% a/a)
Almería	23,5	23,2	1,0	52,4
Cádiz	9,3	7,4	-0,7	72,0
Córdoba	18,9	1,9	-0,2	114,0
Granada	26,4	10,3	-1,4	154,3
Huelva	15,4	5,3	-1,2	203,4
Jaén	21,5	2,8	-1,2	25,1
Málaga	19,1	33,4	3,9	69,3
Sevilla	12,1	3,3	1,5	96,3
Andalucía	17,6	16,6	1,1	82,7
España	17,3	16,9	1,9	25,9

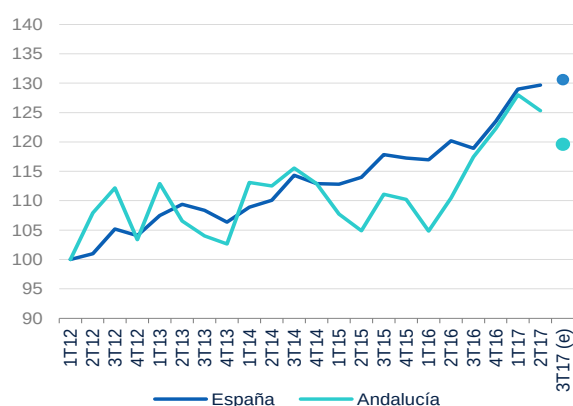
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Buen comportamiento del sector exterior

Las exportaciones andaluzas de bienes en términos reales repuntaron en el primer semestre de 2017 continuando con la buena evolución observada durante la segunda mitad de 2016. En concreto, éstas alcanzaron un crecimiento del 5,8% CVEC respecto del semestre previo y un 17,7% respecto del primer semestre de 2016, frente al 9,1% nacional (véase el Gráfico 2.13).

En todo caso, esta evolución podría haberse truncado en el tercer trimestre, ya que con los datos disponibles hasta agosto, las exportaciones de Andalucía podrían haberse reducido un 4,6% t/t CVEC. En términos nominales, las exportaciones de bienes crecieron un 22% en el primer semestre del año (frente al 1S16). Se produjeron avances en todos los sectores. Destaca la venta de alimentos (5,9pp de aportación a dicho crecimiento) y en menor medida, la de bienes de equipo (4,9pp), por las exportaciones de aeronaves; además de las de productos energéticos (4,6pp) (véase el Gráfico 2.14). Por áreas geográficas, Europa continúa copando la mayor parte de las exportaciones andaluzas (68% del total de la venta de bienes hacia el exterior en lo que llevamos de año). Así, a lo largo del primer semestre, la zona euro impulsó gran parte del crecimiento de las exportaciones (10pp sobre el crecimiento observado del 22%), seguida de la zona no euro (7,7pp) (véase el Gráfico 2.15). Dentro del mercado europeo es de especial relevancia el incremento de las exportaciones hacia Italia, con un aumento del 43% a/a, y en especial de aceite de oliva. También cabe reseñar el aumento de las ventas hacia Reino Unido (51% a/a). A pesar de ello, el dato tiene matices, ya que 46pp de dicho crecimiento proviene de una venta puntual de aeronaves en mayo de este año. Exceptuando las ventas de bienes de equipo y semimanufacturas, el resto de los productos exportados hacia Reino Unido han mostrado desaceleración o caídas en los primeros seis meses del año, respecto al mismo periodo de 2016. En concreto, las ventas de alimentos durante el 1S17 (6% a/a), aunque continuaron con aumentos robustos, mostraron una desaceleración frente a los crecimientos registrados durante el 1S16 (12% a/a). En base a los datos conocidos de julio y agosto, la corrección esperada para el tercer trimestre (cercana al 5% t/t nominal) habría sido causada principalmente por la caída de exportaciones de bienes de equipo y aquellas con destino Asia y la zona Euro.

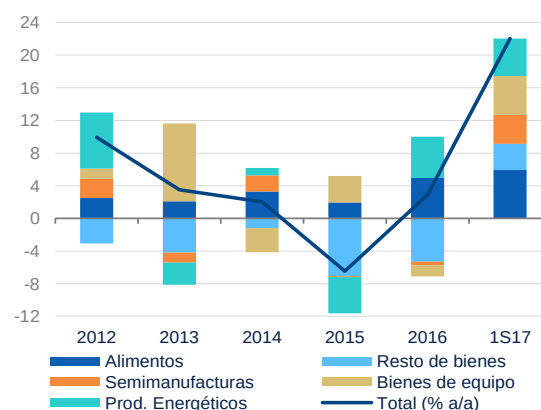
Gráfico 2.13 Andalucía y España: exportaciones reales (1T12=100, CVEC)



(e) estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.14 Andalucía: exportaciones y contribuciones sectoriales (% a/a, p.p.)

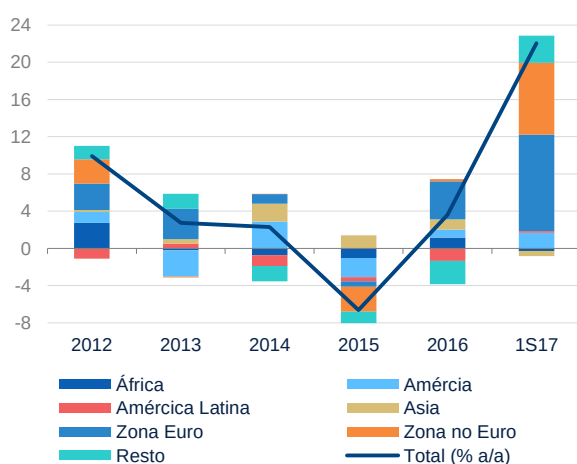


Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por su parte, las importaciones reales de bienes andaluces han mostrado crecimientos menos intensos a lo largo de la primera mitad de 2017. Así, para el conjunto del 1S17, las compras de bienes desde el exterior mostraron un avance leve respecto al 2S16 del 0,8% CVEC, como resultado de una desaceleración en el 2T17 tras el fuerte avance del 1T17. Comparando con el 1S16, las importaciones se vieron incrementadas un 11% (4,9% en el caso de España). Con los datos conocidos de julio y agosto, las importaciones de Andalucía podrían cerrar el tercer trimestre del año con un crecimiento trimestral promedio del 9,2% t/t, CVEC (véase el Gráfico 2.16). En términos nominales los avances fueron superiores. Así, las compras de bienes desde el exterior se incrementaron un 9% en el 1S17 frente al 2S16, dado el auge de productos energéticos especialmente. Durante el 3T17, las importaciones podrían crecer a un ritmo similar (7% t/t, CVEC), en este caso, debido a los bienes de equipo,

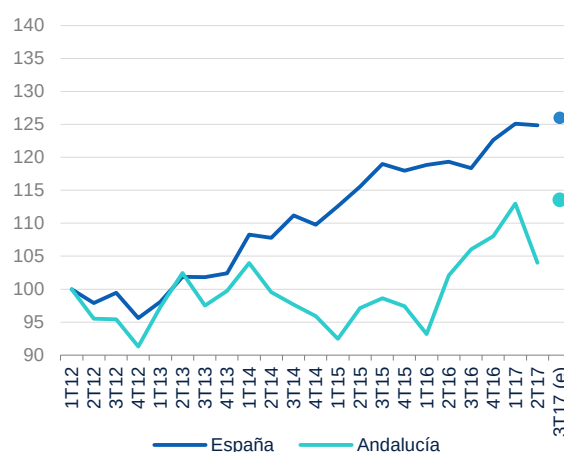
Así, la evolución de los flujos exteriores de bienes resultó en un incremento del saldo positivo de la balanza comercial de bienes andaluces. Con datos acumulados a julio, el superávit resultante es de 1.920 millones de euros.

Gráfico 2.15 Andalucía: exportaciones y contribuciones por destinos (% a/a, p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Gráfico 2.16 Andalucía y España: importaciones reales (1T12=100, CVEC)



(e) estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

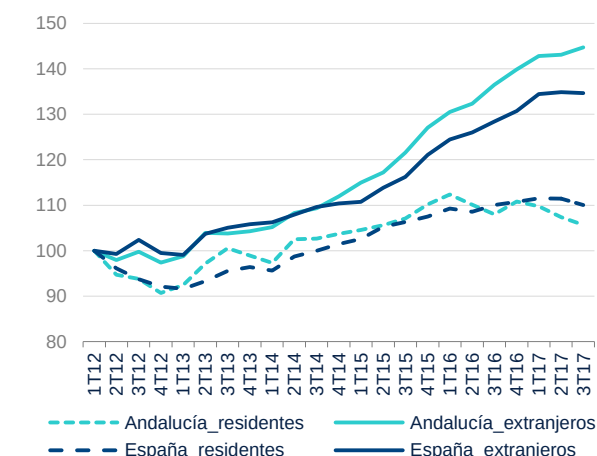
Andalucía vuelve a batir records de turismo gracias a la llegada de extranjeros

Tras el récord alcanzado en 2016 tanto en viajeros como en pernoctaciones (17,9 y 51,6 millones respectivamente), **los datos de los primeros nueve meses de 2017 señalan que se mantienen las perspectivas favorables en el sector turístico, aunque con una leve desaceleración** (véase el Gráfico 2.17). Durante el 1S17, Andalucía recibió más de 8,5 millones de viajeros (+2,6% a/a) generando un total de 22,9 millones de pernoctaciones (+2,1% a/a). Sin embargo, estos crecimientos se sitúan por debajo de los experimentados en el mismo periodo del año pasado, donde se registraron un +9,4% en viajeros y un 10,2% en pernoctaciones. Aun así, el grado de ocupación hotelera alcanzó el 50% en el promedio entre enero y junio, ligeramente por debajo del promedio nacional y 1,5 p.p. por encima del mismo periodo del año pasado. Esta mejora se soportó en el avance de la demanda de extranjeros, que en el 1S17 registraron unas tasas de aumento del 10,3% a/a en viajeros (algo superior al 8,4% a/a nacional), mientras que los residentes en España, que representan un 52% del turismo en la región, mostraron caídas (-2,5% a/a frente al

incremento del 2,7% en el conjunto de España). Con la información más reciente conocida se confirma que durante el 3T17 se produjo un nuevo avance en la llegada de viajeros extranjeros a la región (1,1% t/t, CVEC), y una nueva caída de los nacionales (-1,6% t/t, CVEC). Por su parte, el grado de ocupación promedio entre julio y agosto se elevó hasta el 70%, 5 p.p. inferior al nacional y similar al observado en el mismo periodo de 2016. Sin embargo, en términos de pernoctaciones, ambos, tanto turistas nacionales como extranjeros, redujeron sus estancias en la región durante el 3T17 (-4% t/t y -0,9% t/t, CVEC, respectivamente).

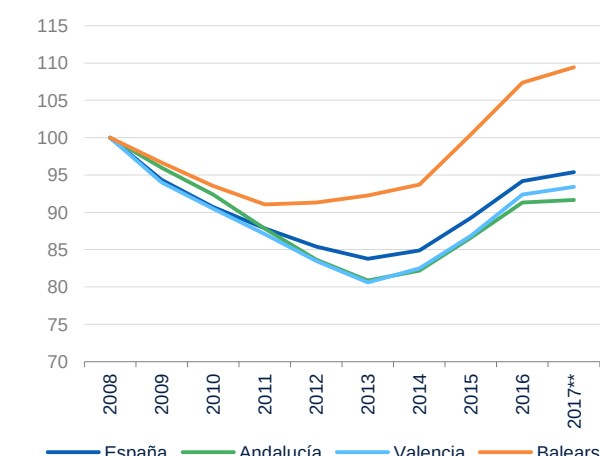
Respecto a los precios hoteleros, se han moderado en lo que va de año, tras aumentar en 2016 por tercer año consecutivo. Así, el incremento en cantidades volvió a ser compatible con un nuevo ascenso en los precios del sector hotelero incluso por encima de la inflación. Este comportamiento estuvo en línea con el promedio nacional y acerca a Andalucía a los niveles de precios precrisis (véase el Gráfico 2.18), con una demanda en la que gana peso el turismo no residente. En línea con lo anterior, el gasto medio por viajero ha crecido en los primeros ocho meses del año un 3,5% a/a (en línea con el 3,7% a/a de España), promediando los 1.089 euros.

Gráfico 2.17 Viajeros en hoteles
(1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.18 Índice de precios hoteleros
(reales*, 2008=100)



* Deflactado con IPC nacional.

** Datos acumulados interanuales hasta junio.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La recuperación del mercado laboral andaluz se apoya en los servicios

Tras el robusto crecimiento del año pasado, **Andalucía ha continuado creando empleo en los tres primeros trimestres de 2017 a un ritmo similar al de España.** En concreto, la afiliación a la Seguridad Social en la región creció a tasas trimestrales promedio del 1,1% t/t, CVEC en la primera mitad del año (España 0,9% t/t). La información conocida recientemente apunta hacia avances similares durante el 2S17. Así, aunque el 3T17 ha sido algo menos intenso en creación de empleo (0,7% t/t igualando el crecimiento nacional), el último dato disponible de octubre apuntaría a un nuevo repunte de la afiliación hacia tasas superiores al 1% (véase el Cuadro 2.2). A pesar de que la intensidad sectorial varía con el trimestre, los servicios públicos y los relacionados con el comercio y la hostelería han sido los principales motores del crecimiento del empleo andaluz, los cuales más que compensan la menor aportación o incluso la caída de actividades como la agrícola. En términos interanuales, esto supone avances estables promedio

del 3,8% en los tres primeros trimestres del año, superando los observados en 2016 (2,4% a/a en el conjunto del año).

Cuadro 2.2 Contribuciones al crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social (t/t, %, CVEC)

	Andalucía					España				
	2016	1T17	2T17	3T17	4T17 (e)	2016	1T17	2T17	3T17	4T17 (e)
Agricultura	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	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	0,3	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	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Comer., transporte y repar.	0,7	0,1	0,2	0,1	0,2	0,6	0,1	0,2	0,1	0,2
Hostelería	0,6	0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Activ. Profesionales	0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,6	0,1	0,2	0,1	0,2
Serv. públicos	-0,1	0,3	0,4	0,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,3
Serv. sociales y act. Artíst.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	2,4	0,9	1,4	0,7	1,3	3,0	0,8	1,1	0,7	1,2

(e): estimación con datos a octubre.

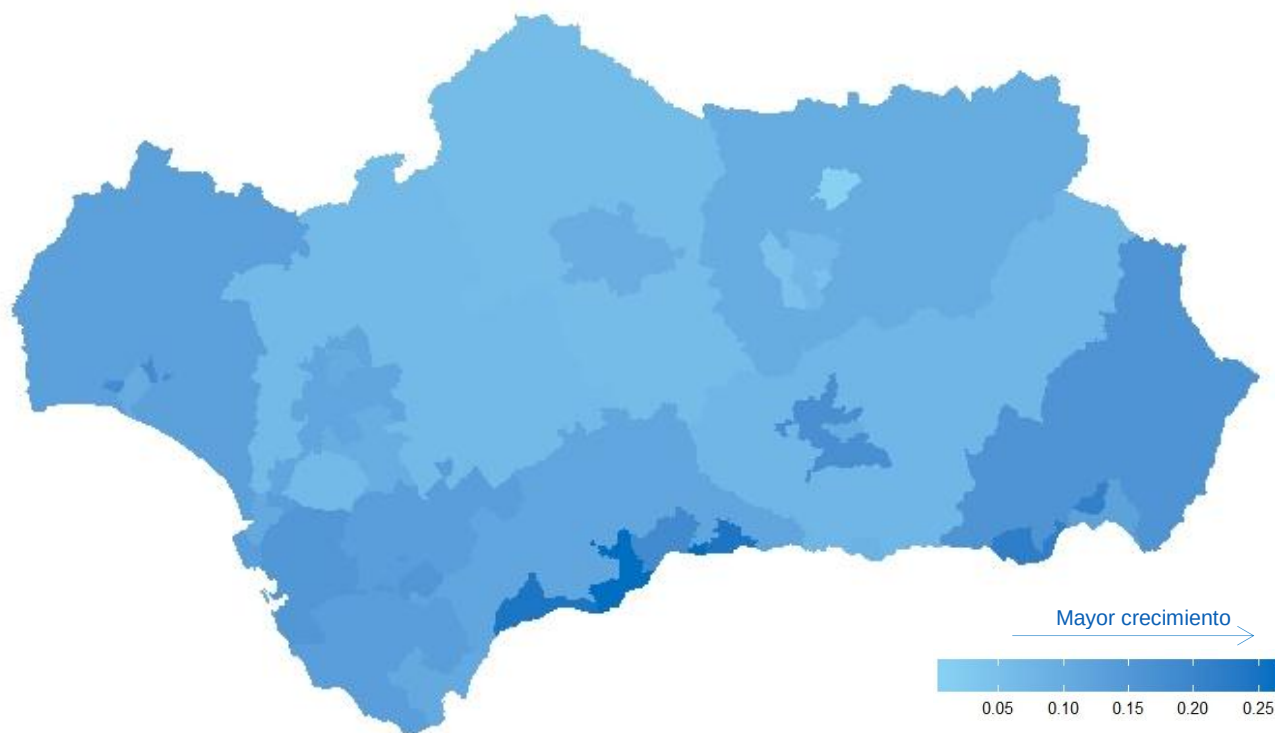
Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social.

El análisis del comportamiento de la afiliación por grandes áreas urbanas (GAU) muestra que en 2017 la mejoría del empleo está siendo relativamente homogénea. Las capitales de provincia y sus grandes áreas urbanas (GAU⁵) (4,1% a/a), y en especial Málaga y Sevilla (4,4% a/a), han liderado el crecimiento en lo que va de año (véase el Gráfico 2.20). El crecimiento fue levemente inferior en el resto de la región, que aglutina el resto de los municipios no GAUs (3,3% a/a en el mismo periodo).

Sin embargo, en un horizonte más largo todavía se observan diferencias importantes, ligadas a que la recuperación no llegó a todos los lugares a la vez y con la misma potencia. El Gráfico 2.19 muestra el detalle por áreas urbanas de la evolución de la afiliación, desde el nivel mínimo de crisis observado el segundo trimestre de 2013. Las cifras oscilan entre el incremento del 26,1% en la GAU capitalina de Málaga y la mejora de apenas 0,8% en las áreas urbanas de Jaén no incluidas en la GAU capitalina. Por lo demás, se observa una concentración de la afiliación a lo largo de la costa andaluza, especialmente en la zona de la costa del sol y de Almería, así como en Granada capital y sus alrededores. En cualquier caso, los datos se encuentran todavía lejos de los niveles precrisis, en particular en las zonas del interior, mientras que el sur se habría visto más beneficiado por el turismo.

5: Las GAUs las componen los municipios de los principales núcleos urbanos además de, en su caso, las propias capitales de provincia, acorde a la definición del Ministerio de Fomento, disponible aquí: https://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/30FB929E-009E-41E4-B020-F2EDD37A9AB0/140255/metodologia_2016.pdf

Gráfico 2.19 Andalucía: afiliación a la Seguridad Social por grandes áreas urbanas (% entre 2T13 y 3T17⁶)



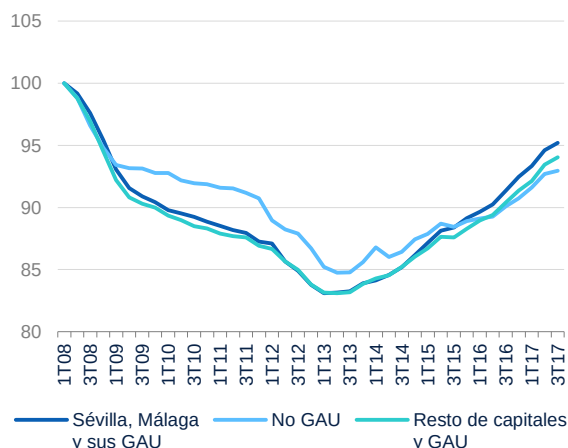
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social y Fomento

Paralelamente, la **Encuesta de Población Activa (EPA) confirma la desaceleración del mercado laboral en la región**. Así, las cifras muestran que tras los avances en la creación de empleo en la primera parte del año (2,3% t/t en el 1T17 y 1,1% t/t en el 2T17), se produjo una desaceleración hasta el 0,7% a/a en 3T17. A pesar de ello, y respecto a los mismos trimestres de 2016, los crecimientos se han mantenido robustos (3,9% a/a en 3T17, igualando el promedio de los dos primeros trimestres).

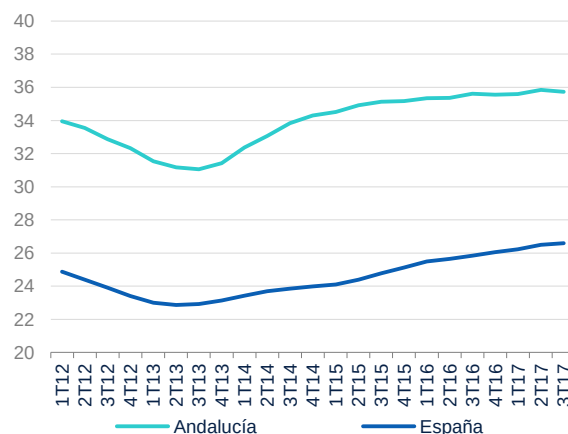
La evolución positiva del mercado laboral contribuyó a una **caída en la tasa media de paro**. Así, los datos disponibles muestran una tasa de paro media del 25,9% (CVEC) en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2017, 3,2 p.p. menos con respecto al mismo periodo del año pasado. Estas cifras, aún situándose en el 25,2% según el reciente dato conocido del 3T17 y siendo la mínima de los últimos nueve años, continúa superando la tasa de paro observada en 2007 que no alcanzó el 13%.

En lo que respecta a la calidad del empleo, **la tasa de temporalidad continuó aumentando desde comienzos de año**, situándose en el 35,7% durante el 3T17, lo que supone 4,3 pp más que a finales de 2013 (véase el Gráfico 2.21). El avance de dicha tasa en los últimos cuatro años supone un reto de primera magnitud, que dificulta la mejora de la calidad del empleo y del capital humano.

6: Estimado, desestacionalizando los datos disponibles, hasta agosto de 2017.

Gráfico 2.20 Afiliación por Grandes Áreas Urbanas (GAU, 1T08=100, CVEC)


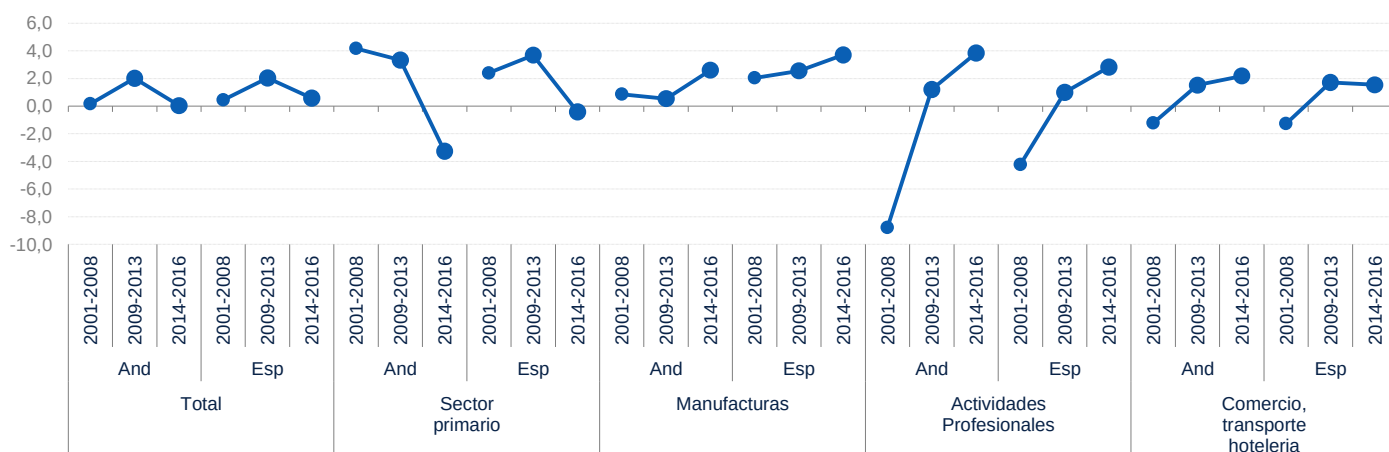
Fuente: BBVA Research a partir de INE, Seguridad Social y Fomento

Gráfico 2.21 Temporalidad en el empleo (% del total de asalariados, promedio anual)


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Se mantiene el crecimiento de la productividad aparente en la economía andaluza

La productividad aparente del factor trabajo experimentó un estancamiento entre 2014 y 2016 en los últimos años, tras la mejora observada entre 2009 y 2013. Aunque este comportamiento está en línea con el observado en el promedio nacional, en Andalucía se llega a este resultado por la fuerte caída de la productividad en el sector agrario (y su mayor peso). Por el contrario, en el resto de principales sectores se observa una mejora, en la que destacan las manufacturas, las actividades profesionales y el comercio, transporte y hostelería (véase el Gráfico 2.22).

Gráfico 2.22 Productividad aparente del factor trabajo (VAB por hora; crecimiento promedio anual en cada periodo)


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Escenario 2017-2018: la recuperación continúa pese a las incertidumbres

En 2017 se prevé que el PIB de Andalucía aumente en un 3,2%, cuatro décimas más que en 2016, y que el ritmo de crecimiento se modere hasta el 2,5% en 2018. Esto permitiría la creación de unos 206 mil empleos en estos dos años y que la tasa de paro promedio se reduzca en torno a 5,1 p.p., para cerrar a final de 2018 en el 23,2%. Detrás del dinamismo de la región se encuentran diversos factores: por un lado, la inercia positiva de los datos más recientes de actividad y empleo continuará empujando la demanda interna, y por tanto, seguirán observándose cifras positivas en el consumo y en la inversión residencial. Por otro lado, el entorno internacional favorable seguirá impulsando la mejora de las exportaciones de bienes. Todo ello, se verá favorecido por una política monetaria que seguirá siendo expansiva. Además, continúa incrementándose la productividad en sectores clave para la región, como el comercio, el transporte y la hostelería y las manufacturas, pero también en otros servicios como las actividades profesionales, lo que supone un elemento de soporte para el crecimiento regional futuro. En todo caso, el incremento de la incertidumbre y su posible mantenimiento por un período prolongado de tiempo suponen un riesgo para la evolución futura de la inversión o de las exportaciones de servicios.

Con todo, la mejora de la ocupación consistente con este aumento del PIB dista aún de ser suficiente: a finales de 2018 se prevé que la tasa de paro sea todavía unos 8,5 p.p. superior a la existente a comienzos de 2008.

El entorno exterior favorecerá la demanda de productos andaluces

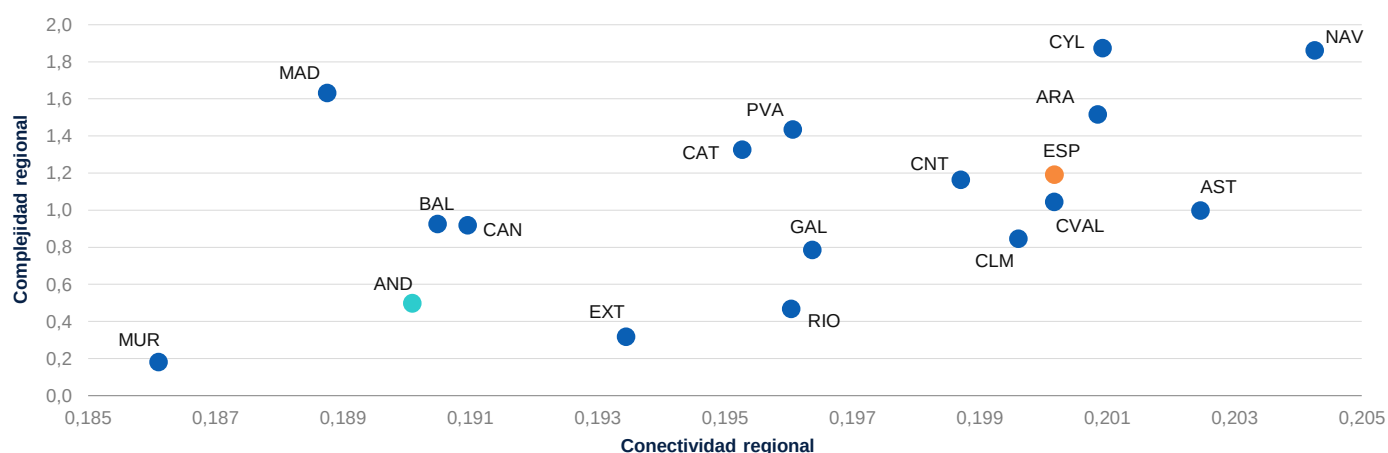
Aunque se espera una mayor **apreciación del tipo de cambio del euro** frente al dólar que la presentada en la anterior edición de esta publicación, **el avance previsto del PIB global (3,5% tanto en 2017 como en 2018), junto a la revisión al alza de la actividad en la eurozona (2,2% y 1,8% respectivamente) seguirán incentivando la demanda de exportaciones andaluzas**. A pesar de que se mantienen o han aparecido algunos focos de preocupación sobre la política económica a nivel global (*brexít*, el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos, etc.), otros como la incertidumbre geopolítica europea han ido reduciendo su importancia tras las últimas citas electorales. Además, un sector exterior más complejo e interrelacionado permitirá aprovechar mejor el empuje de la demanda mundial. En este sentido, de acuerdo con el análisis realizado a partir de Hausmann et al (2011), las exportaciones de bienes de Andalucía muestran un grado de conectividad similar a las de la media del país, aunque se sitúan levemente por debajo en complejidad⁷ (véase el Gráfico 2.23). Un mayor nivel de complejidad y conectividad permitiría un mejor aprovechamiento de la mejora del entorno global, particularmente en los mercados emergentes.

Por otro lado, la trayectoria del precio del petróleo se ha corregido ligeramente al alza, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 55 dólares por barril al cierre de esta publicación. Así, las previsiones de BBVA Research indican que, en promedio, los precios se situarán alrededor de los 53 y 57 dólares por barril en 2017 y 2018, un 2,1% y 0,7%

7: La complejidad de la economía está relacionada con su capacidad para producir y exportar determinados bienes que pocos producen y muchos importan. La conectividad está relacionada con la frecuencia o facilidad para producir varios bienes relativamente cercanos, similares o interrelacionados. Para más detalles, véase The Atlas of Economic Complexity de Hausmann, Hidalgo et al, disponible aquí: http://atlas.cid.harvard.edu/media/atlas/pdf/HarvardMIT_AtlasOfEconomicComplexity_Part_I.pdf

respectivamente, por encima de los valores estimados hace tres meses, lo que, en todo caso, introduce un sesgo negativo marginal para el crecimiento⁸.

Gráfico 2.23 CC.AA.: complejidad y conectividad de las exportaciones de bienes



Fuente: BBVA Research siguiendo la metodología elaborada por Hausmann, Hidalgo et al. en The atlas of economic complexity, Harvard Kennedy School (2011)

La demanda interna continuará aumentando, aunque la política monetaria se irá normalizando progresivamente...

La buena marcha de la economía de la zona euro continúa y, por tanto, tal y como se esperaba, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado la reducción de estímulos monetarios a partir de enero de 2018. En la reunión de política monetaria de octubre, el BCE anunció que a partir de enero comenzará a reducir su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) desde los 60 mil millones de euros mensuales actuales a 30 mil millones euros y lo extiende hasta septiembre. Los tipos de interés se mantienen inalterados, el de referencia en el 0% y el de depósito en -0,40%. Y el BCE mantiene su compromiso con la secuencia de salida, es decir, que las subidas de tipos no se producirán hasta bien pasada la finalización del programa.

Con la nueva recalibración del programa de compras, el BCE lanza varios mensajes. Primero, la mayor confianza en que la inflación converja al objetivo, lo que justifica una política monetaria algo menos acomodaticia. Y segundo, la prudencia, ya que extiende el programa otros nueve meses y, por ahora, sin fecha de caducidad. De hecho, en la medida en que el Presidente Draghi ha destacado que el programa no finalizará de forma abrupta, podría extenderse durante el 4T18. Es más, una vez finalizado el APP, el BCE pretende seguir presente en el mercado de deuda por un tiempo prolongado, a través de la reinversión de los vencimientos.

El BCE afrontaba en esta reunión un reto importante: ajustar gradualmente las condiciones monetarias al entorno económico favorable y evitar una sobre-reacción en los mercados, en particular, en lo concerniente a la cotización del

8: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf

euro frente a otras monedas. De hecho, en el último trimestre, la fortaleza del tipo de cambio que durante el año se ha apreciado mucho más de lo previsto (en torno a un 7%) ha sido un factor diferencial, por su potencial impacto en las perspectivas de inflación a medio plazo y las condiciones financieras de la zona euro. Así, a pesar de la reducción del estímulo, el BCE ha tratado de evitar sobresaltos en los mercados utilizando una adecuada política de comunicación, basada en el *forward guidance*.

Con todo ello, la expectativa de BBVA Research sobre la primera subida de tipos de interés se retrasa desde finales de 2018 hasta mediados de 2019. Las estimaciones de BBVA Research indican que dicho aplazamiento tendrá un impacto nulo sobre el crecimiento de la economía española en 2018, que aumentaría hasta una décima en el bienio 2019-2020, y que dejaría de ser estadísticamente significativo en adelante.

Los bajos tipos de interés y la política monetaria expansiva suponen un soporte para el crecimiento del gasto de familias y empresas, además de facilitar el proceso de reducción del déficit público. Esto es particularmente importante para sociedades con un alto nivel de endeudamiento, como la andaluza, a pesar del esfuerzo realizado durante los últimos años para disminuir el apalancamiento.

Por otro lado, las reformas implementadas durante los últimos años seguirán incentivando el crecimiento de la inversión. En particular, se espera que las compras de bienes de equipo sigan aumentando impulsadas por las mejoras de competitividad alcanzadas que estarían impulsando la rentabilidad de las empresas, y por la mejora de la demanda, tanto externa como interna. Lo anterior seguirá impulsando la dinámica de la inversión tanto residencial como no residencial.

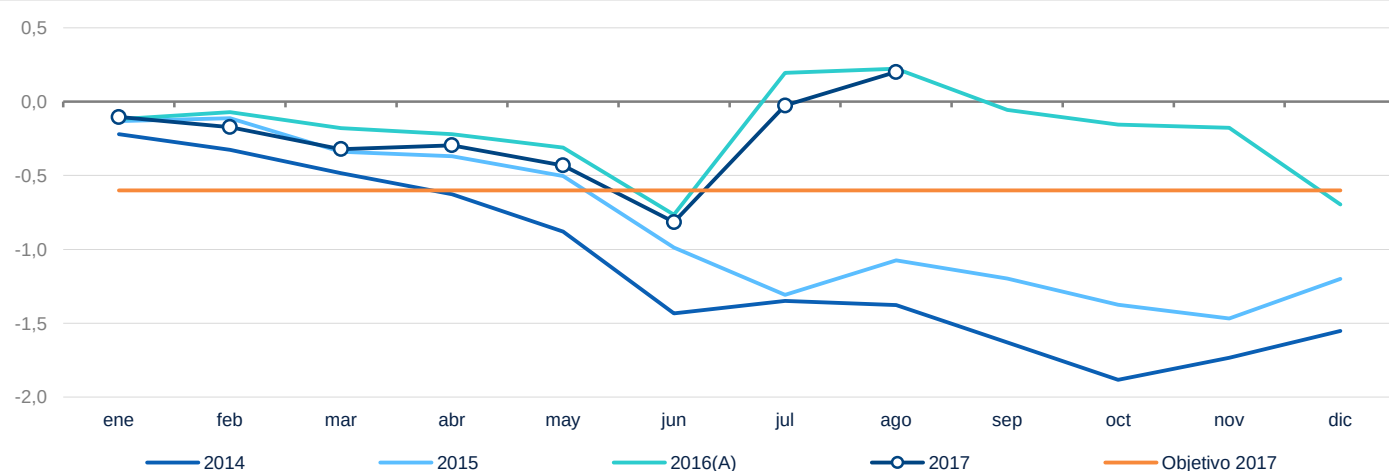
...en un entorno donde la política fiscal será neutral

La ejecución presupuestaria del conjunto de las administraciones públicas en 2017 manifiesta pocos cambios respecto a las políticas anunciadas a finales del año pasado. Así, los ingresos tributarios están recuperando dinamismo favorecidos, en parte, por la recuperación de la actividad, a la vez que continúa el control sobre el aumento del gasto de la administración central. En su conjunto, las administraciones públicas están implementando una política fiscal neutral, diferente a la observada durante los dos años anteriores, cuando las reducciones impositivas o el incremento del gasto llevaron a desviaciones respecto a las metas de déficit inicialmente planteadas.

Por su parte, la ejecución presupuestaria de la Junta de Andalucía conocida hasta agosto de 2017 apunta a que el gasto estaría creciendo a tasas cercanas al 1% a/a nominal (frente al 4,5% a/a registrado en el 1T17). Por otro lado, la caída en los recursos procedentes de los Fondos Europeos, así como los menores ingresos por ventas de bienes y servicios estarían compensando parte de los mayores recursos obtenidos del sistema de financiación autonómica. De esta forma, los ingresos de la Junta crecieron hasta agosto a un ritmo del 1,0% a/a. Como resultado, la Junta de Andalucía cerró agosto de 2017 con un superávit de dos décimas, en línea con el registrado hasta agosto de 2016 (véase el Gráfico 2.24).

Dado que en la segunda parte del año no se esperan incrementos adicionales de los ingresos autonómicos, Andalucía deberá continuar controlando el aumento del gasto si quiere cerrar 2017 cumpliendo con el objetivo de estabilidad (-0,6% del PIB). Para 2018, el proyecto de presupuestos aprobado por la Junta da continuidad a las políticas expansivas de este año, apoyado en la recuperación económica. En todo caso, estos presupuestos asumen un nivel de ingresos que podría verse modificado si el crecimiento de la actividad, tanto en España como en Andalucía, fuera menor del esperado en septiembre, o si, dada la incertidumbre existente, se produce una prórroga de los Presupuestos Generales del Estado.

Gráfico 2.24 Junta de Andalucía: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB regional)



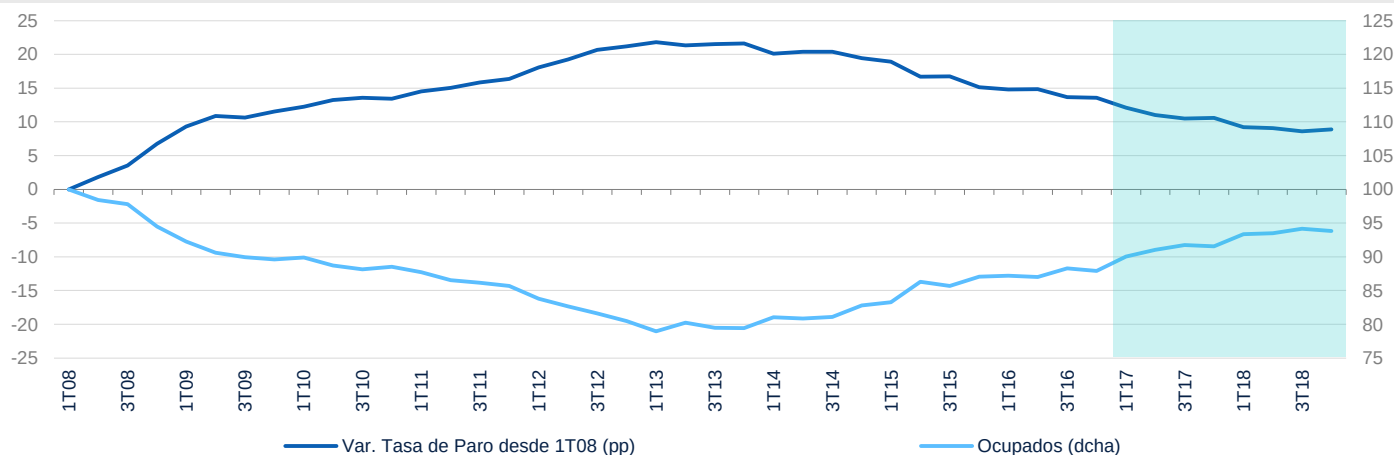
(A) Avance.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

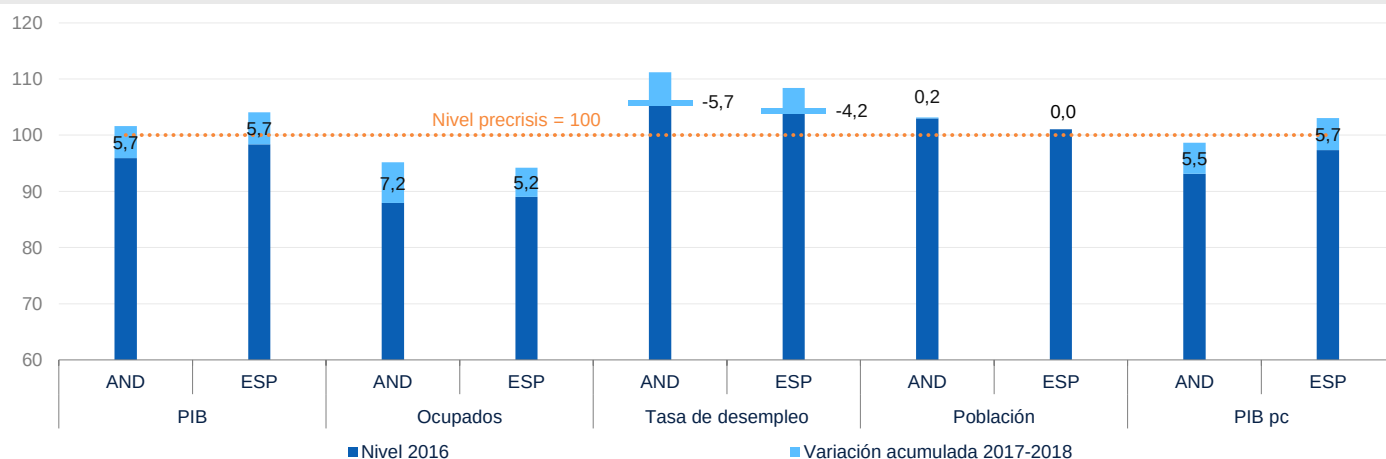
Andalucía generará una quinta parte del empleo nacional entre 2017 y 2018

Las previsiones de crecimiento del PIB para la región en los próximos dos años favorecen una evolución positiva del mercado laboral. **Así, en el escenario más probable se generarán cerca de 206 mil puestos de trabajo en el bienio 2017-2018.** Pese a esto, el empleo en términos EPA todavía se situará un 5,7% por debajo del nivel alcanzado a comienzos de 2008. Paralelamente, **la tasa de paro se reducirá hasta el 23,2% a finales de 2018,** unos 8,5 p.p. por encima de su nivel a comienzos de 2008 (véase el Gráfico 2.25).

Por su parte, estas previsiones de recuperación económica permiten, pese al incremento esperado de la población, que el PIB per cápita en euros constantes recupere prácticamente el nivel previo a la crisis. **En términos de empleo, sin embargo, al final del bienio no se habrá recuperado dicho nivel** (véase el Gráfico 2.26).

Gráfico 2.25 Andalucía: ocupados EPA y tasa de paro (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.26 PIB, empleo, tasa de paro, población y PIB per cápita. Nivel en 2016 y cambio en el bienio 2017-2018 (Nivel precrisis=100)


Fuente: BBVA Research a partir de INE

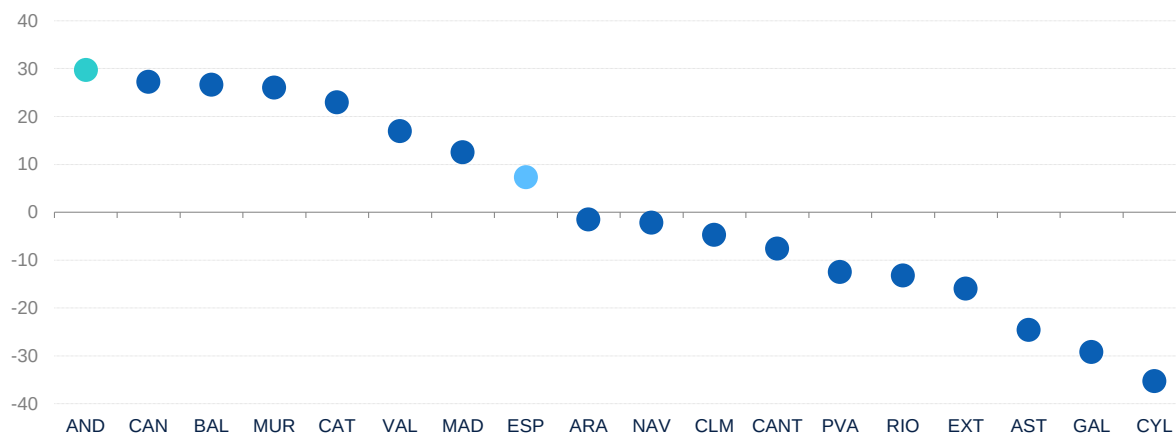
El abanico de riesgos sobre el escenario se ha ampliado

Si bien la actualización del escenario macroeconómico incorpora una revisión a la baja sobre el crecimiento previsto para el próximo año, los riesgos a la baja siguen dominando el balance de sesgos. A nivel externo, persiste la incertidumbre en torno al comercio global, ligada al devenir de la política comercial en EE. UU. y a la salida del Reino Unido de la UE. Además, las consecuencias de las elecciones recientes en Alemania y de las próximas en Italia (en los primeros meses de 2018) permanecen como una incógnita adicional en el panorama exterior.

A pesar de que la retirada de estímulos por parte del BCE se espera muy gradual, hacia futuro, el aumento de tipos de interés supondrá un lastre para las regiones más endeudadas. Respecto a lo anterior, la región sería una de las CC.AA. más expuestas a un eventual cambio de dichas condiciones monetarias. Así, en Andalucía el crédito a otros

sectores residentes, como proporción del PIB regional, se redujo en 2016 hasta el 102% desde el 156% alcanzado en 2009. Aunque el esfuerzo realizado por empresas y familias para reducir el nivel de apalancamiento, el saldo entre crédito y depósitos continúa siendo elevado (véase el Gráfico 2.27).

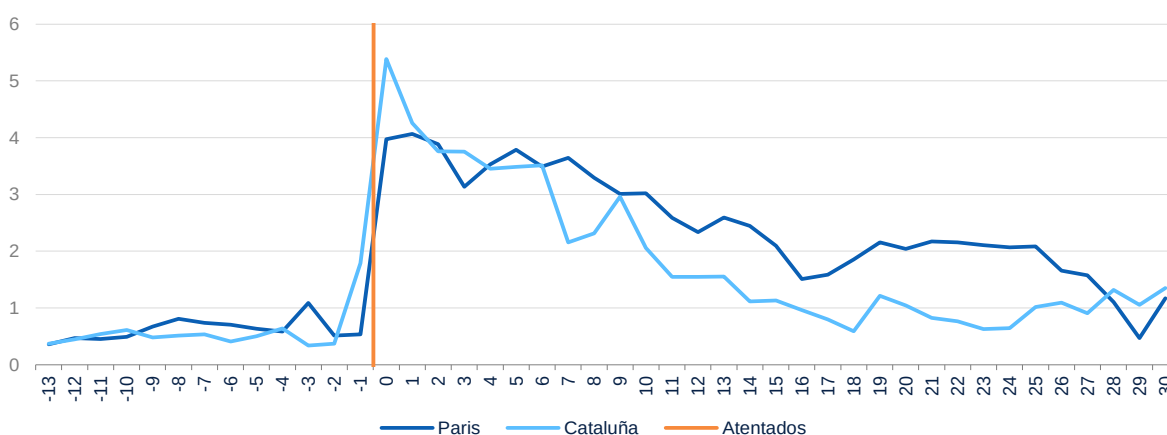
Gráfico 2.27 Saldo entre crédito y depósitos a OSR (% sobre PIB; 4T16)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

En el entorno doméstico, los acontecimientos recientes introducen incertidumbre en el escenario. Por un lado, los atentados terroristas en Cataluña han producido un aumento temporal de las tensiones similar al observado en otros episodios en distintos puntos de Europa, como París, Londres o Niza (véase el Gráfico 2.28)⁹. En cualquier caso, el impacto se espera sea negativo y probablemente temporal en sectores como el turístico o el inmobiliario.

Gráfico 2.28 Índices de inestabilidad* (Días tras los atentados (t=0))



*Volumen de noticias que incluyen inestabilidad, malestar social, atentado, conflicto y miedo normalizadas por el total de noticias

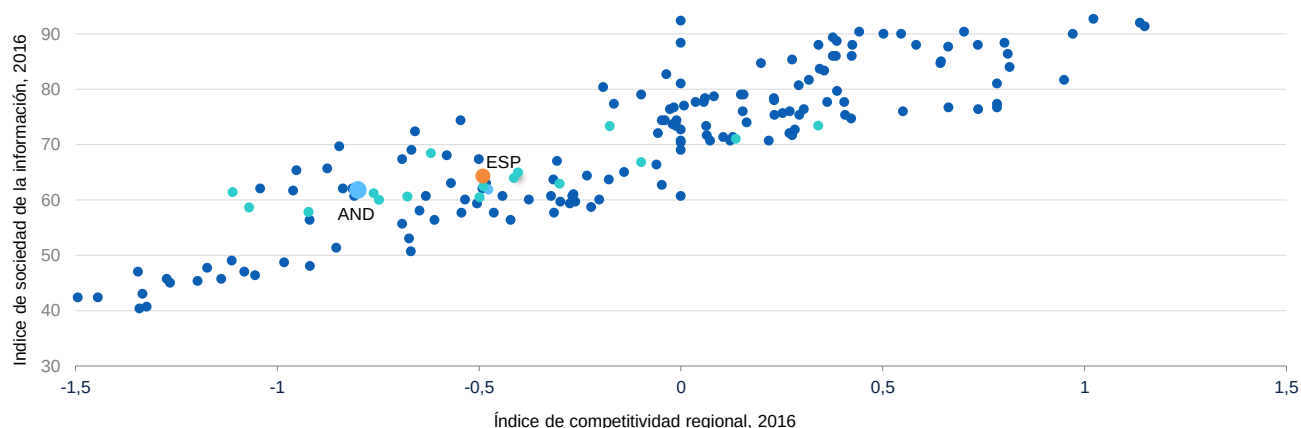
Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

9: Los índices de inestabilidad se elaboran utilizando GDELT, una base de datos a escala Big Data que recoge información de la prensa, radio, televisión y noticias online a nivel internacional, nacional, regional y local en más de 65 idiomas, proporcionando una amplia cantidad de información georreferenciada desde 1979 hasta hoy cada 15 minutos. En estos índices se recoge una doble dimensión, la cobertura mediática hacia el tema en cuestión y el sentimiento o tono medio con el que aparecen en las noticias para evaluar la "importancia" o "impacto" del evento en cuestión. El tono medio va de -100 (extremadamente negativo) a +100 (extremadamente positivo). Los valores habituales oscilan entre -10 y +10, siendo 0 un sesgo neutral. Esta puntuación puede utilizarse como método para filtrar el "contexto" de los eventos a fin de obtener una medida sutil de la importancia de un evento como aproximación al "impacto" del mismo.

Por otra parte, no se puede descartar que la persistencia de **las tensiones políticas actuales ejerza más presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo que la incorporada en la actualización del escenario macroeconómico**. Las estimaciones de BBVA Research indican que si el grado de incertidumbre de política económica se mantiene durante el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB de España en 2018 podría situarse entre 0,2pp y 1,1pp por debajo del previsto en el escenario en ausencia de incertidumbre (cuando se estimaba un avance del 2,8%)¹⁰.

Finalmente, **el previsible ajustado cumplimiento del objetivo de déficit por parte de la Junta**, dará lugar a un **reducido margen de actuación** para aplicación de políticas que contribuyan a acelerar el crecimiento regional. A este respecto, **la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía andaluza obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento del empleo y de la productividad, y permitan continuar con el desapalancamiento frente al resto del mundo**. Serán de especial interés aquellas medidas encaminadas a **mejorar el mercado laboral** (reducir la tasa de paro, especialmente entre los jóvenes, reducir la temporalidad o incrementar la tasa de actividad), **el capital humano y la adopción de nuevas tecnologías**, que deberían permitir seguir incrementando la productividad media del trabajo. Sobre este último punto, el Gráfico 2.29 muestra la relación existente entre el grado competitividad regional¹¹ y el implementación de la sociedad de la información¹² para el año 2016 para las regiones europeas. Andalucía se encuentra por debajo del promedio nacional en los dos índices, bastante lejos de comunidades españolas como Madrid, Cataluña y País Vasco, y sobre todo de la mayoría de las regiones líderes en Europa.

Gráfico 2.29 Índice de economía y sociedad digital y competitividad regional (2016, regiones europeas)



(*) En verde, las regiones españolas.

Fuente: BBVA Research a partir de DESI, Comisión Europea (2016)

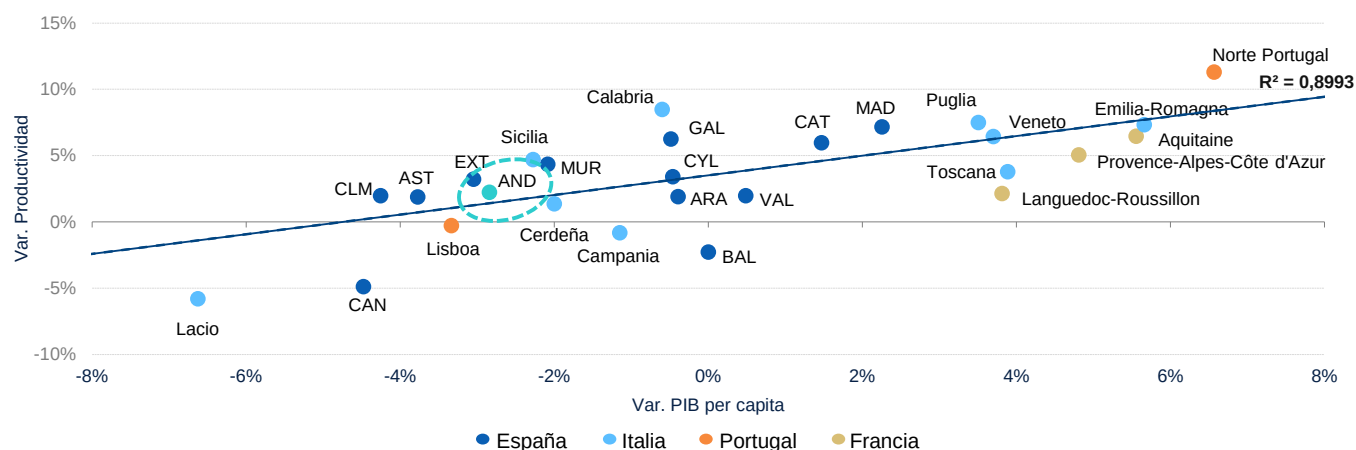
10: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica en la actividad de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016, disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-2016/>

11: Véase The EU Regional Competitiveness Index 2016, disponible aquí http://ec.europa.eu/regional_policy/es/information/publications/working-papers/2017/the-eu-regional-competitiveness-index-2016

12: Véase The Digital Economy and Society Index (DESI) <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/desi>

El Gráfico 2.30 compara la evolución de la productividad y del PIB per cápita de Andalucía en el quinquenio 2010-2015, con regiones europeas de referencia que más se le parecen en base a criterios estructurales¹³. En concreto, la evolución de Andalucía ha sido bastante peor que la de los *peers* nacionales y extranjeros, tanto en productividad como en PIB per cápita. Así, la región se posiciona en una situación similar a la que han mostrado Extremadura, Murcia o Asturias.

Gráfico 2.30 Evolución de la productividad y del PIB per cápita en regiones europeas comparables (2010-2015)



Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea y Eurostat.

13: En base a la metodología de elección de benchmarks que se desarrolla por la UE en el marco del S3, Smart Specialization Platform véase: <http://s3platform.jrc.ec.europa.eu/regional-benchmarking>. No se incluyen las regiones del Reino Unido.

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

+34 673 70 60 36

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.cart@bbva.com

+34 673 69 41 73

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

María Gómez de Olea

maria.gomezdeolea@bbva.com

+34 91 537 79 11

Antonio Marín

antonio.marin.campos@bbva.com

+34 648 600 596

Myriam Montañez

miriam.montanez@bbva.com

+34 638 80 85 04

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Camilo Rodado

camilo.rodado@bbva.com

+34 91 537 54 77

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

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

Oriente Medio, Asia y

Geopolítica

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

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