

El centro peninsular mejora, el retraso en las exportaciones condiciona a las CCAA del norte y el consumo resiste la desaceleración en el levante

- En 2018 la desaceleración de la actividad fue generalizada por regiones, con una pérdida de dinamismo particularmente intensa del sector industrial y una desaceleración en el turismo. Solo cinco comunidades (Madrid, Navarra, Castilla y León, Castilla-La Mancha y Cantabria) lograron esquivar esta tendencia de menor crecimiento.
- En el arranque de 2019 se observa un buen desempeño del gasto de los hogares (que amortigua la desaceleración en el sur y levante), en parte como consecuencia del impulso fiscal y una política monetaria expansiva. Sin embargo, la recuperación del sector exterior ha sido menor de la esperada, limitando la velocidad de recuperación en las comunidades del norte.
- La evolución de las economías regionales continuará caracterizada por cuatro aspectos: la desaceleración del consumo privado (que podría afectar en mayor medida a comunidades donde el impulso fiscal ha sido más intenso); un menor dinamismo del sector turístico (que frenará a las comunidades insulares y mediterráneas); el mantenimiento de la inversión y la progresiva mejora de las exportaciones de bienes (que beneficiarán a las CC.AA. del norte, el valle del Ebro, Cataluña, Comunitat Valenciana, Madrid y Castilla-La Mancha).
- Entre los riesgos se encuentran el impacto de las tensiones comerciales sobre sectores específicos, un entorno de bajo crecimiento en los principales socios comerciales, la falta de un sector motor que sustituya al turismo en la creación de empleo en algunas comunidades, o la incertidumbre sobre la política económica.

La desaceleración, que comenzó a agudizarse a mediados de 2017, fue especialmente intensa en el consumo de no residentes, incidiendo de entrada en las Islas Baleares y Canarias. **Posteriormente se fue extendiendo al resto de componentes de la demanda a lo largo de 2018, y con ello, a la mayoría del territorio.** Por un lado, las exportaciones de bienes mostraron cierta debilidad en el segundo semestre de 2018 (en parte, por las dificultades del sector del automóvil y el inicio de las tensiones en las negociaciones comerciales), lo que arrastró al sector industrial, que había sido un soporte de la actividad en 2017. Esto incidió, **en mayor medida en las comunidades del norte de España, Cataluña y la Comunitat Valenciana.** Por el otro, la menor confianza y el agotamiento de los vientos de cola que habían favorecido el dinamismo en años anteriores se tradujeron en un **menor vigor del consumo de los hogares, sobre todo en las comunidades costeras peninsulares** (a través del turismo nacional), tanto las mediterráneas, como las del norte (sobre todo, Galicia).

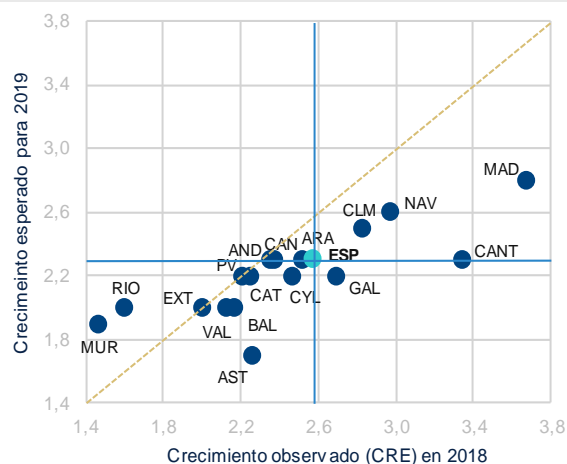
En el comportamiento de la demanda interna actuaron **dos factores adicionales.** En la segunda parte de 2018 cabe destacar **el impulso fiscal**, tanto en la forma de un mayor gasto de las AA.PP. como en el aumento de transferencias de renta a los hogares (aumento de las pensiones o de salarios públicos). Esto, junto con el impacto positivo que haya podido tener el aumento del Salario Mínimo Interprofesional en el ingreso de las familias, ha permitido suavizar esta tendencia de desaceleración del gasto de las familias en el inicio de 2019, **especialmente en las comunidades del sur y levante**, pero también en algunas del norte con mayor peso de las pensiones en la renta disponible. En todo caso, **la incertidumbre sobre la política económica se mantuvo elevada en 2018 como consecuencia del cambio de gobierno y de las dudas sobre algunas de las medidas propuestas** (por ejemplo, la regulación de los alquileres o los posibles cambios impositivos).

Sin embargo, en el gasto de los hogares la desaceleración podría ser algo menos marcada. De hecho, el buen comportamiento del consumo privado en el arranque del año, que favorece la fortaleza de la creación de empleo (Andalucía, Murcia, Comunitat Valenciana, Cataluña o incluso, Balears se están viendo beneficiadas), y el dinamismo del gasto público (que ha continuado en estos meses) pueden inducir un sesgo al alza sobre las previsiones de 2019 si esta dinámica continúa en el segundo trimestre de este año. En la inversión, algunos síntomas apuntan a una reubicación territorial de la misma; la mejora de las exportaciones, aunque continúa, puede ser algo más débil de lo apuntado inicialmente (en Asturias, Cantabria, La Rioja, Aragón, o País Vasco aún no se observa); y la pérdida de vigor del sector turístico comienza a impactar en el empleo, ante la falta de sectores que actúen como motores alternativos.

Los cambios observados en los datos conocidos y en el escenario mundial conducen a una nueva revisión a la baja (aunque leve) del dinamismo de la economía española. El aumento del PIB podría alcanzar el 2,2% en 2019 y ralentizarse hasta el 1,9% en 2020 (véanse los Gráficos 1 y 2). El agotamiento de factores cíclicos, la menor contribución de la política fiscal, los problemas en sectores específicos (automóvil, turismo) y la persistencia de la incertidumbre sobre la política económica son problemas que ya se anticipaban en el observatorio regional anterior¹ y que siguen siendo la clave de determinación del escenario para este bienio. Por tanto, las previsiones siguen caracterizadas por cuatro aspectos: la desaceleración del consumo privado y un menor dinamismo del sector turístico, que frenan en mayor medida a las comunidades insulares y mediterráneas, y el mantenimiento de la inversión y la mejora de las exportaciones de bienes que suponen un apoyo diferencial para el dinamismo en buena parte de las CC.AA. del norte y el valle del Ebro, hasta Cataluña y la Comunitat Valenciana, además de Madrid y Castilla-La Mancha.

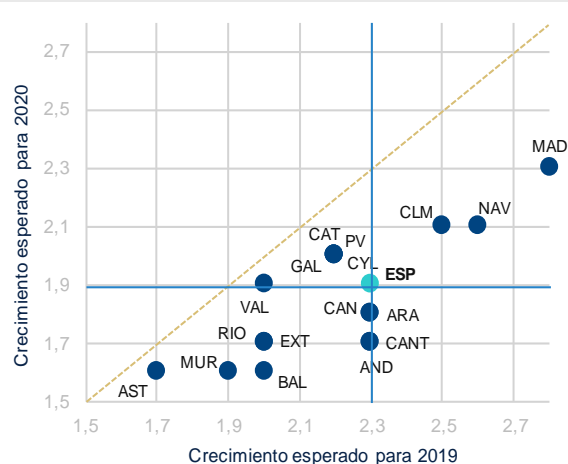
En 2019, hay cinco comunidades que experimentan una mejora relativa, frente a la revisión de dos décimas a la baja esperada para el conjunto nacional: en Andalucía, Cantabria, Castilla-La Mancha y Madrid se mantiene la previsión publicada en el observatorio anterior. Además, en Navarra se revisa el aumento del PIB en dos décimas al alza. Por el contrario, las mayores revisiones a la baja se dan en La Rioja y País Vasco (0,7 y 0,5 pp, respectivamente), y la corrección es de cuatro décimas en Asturias, Cataluña, Extremadura y Galicia. En 2020, destacan las revisiones a la baja de La Rioja y Asturias (medio punto menos de crecimiento esperado en cada una) y cuatro décimas en Cantabria. En seis comunidades (Canarias, Castilla-la Mancha, Cataluña, Madrid, Murcia Navarra y la Comunitat Valenciana) se mantiene la previsión de 2020, y en Castilla y León se revisa al alza en una décima.

Gráfico 1 Crecimiento del PIB en 2018 (CRE) y previsión de BBVA Research para 2019 (a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2 Previsiones de crecimiento para 2019 y 2020 (a/a, %)



Fuente: BBVA Research e INE

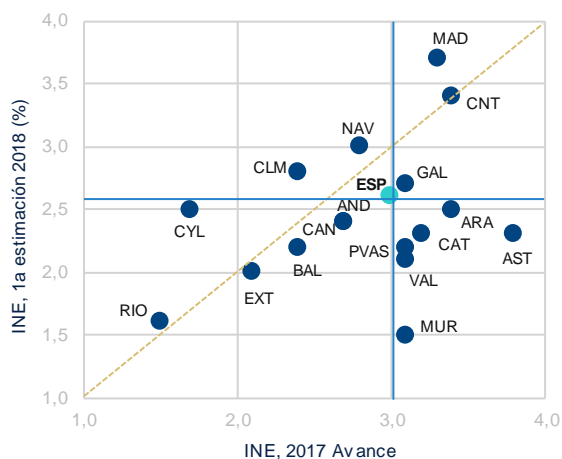
1: Véase BBVA Research, Observatorio Regional, 1er trimestre de 2019, disponible aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/observatorio-regional-espana-primer-trimestre-2019/>

En 2018 el aumento del PIB estuvo en línea con lo esperado por BBVA Research, pero con sorpresas al alza en Madrid y Cantabria, y a la baja en La Rioja y Murcia

La publicación de la primera estimación del crecimiento del PIB de las distintas CC.AA. en la Contabilidad Regional de España confirmó, en líneas generales, el escenario que planteaba BBVA Research²: una desaceleración de la economía española en 2018 que responde, principalmente, a un menor dinamismo de la actividad en las regiones del Mediterráneo (véase el Gráfico 3). Así, Murcia, Valencia y Cataluña, se encuentran en el grupo de comunidades en las que más se desacelera la economía. En esto intervienen varios aspectos. Por un lado, la desaceleración del turismo (que ya comenzó a impactar en 2017 en Baleares y Canarias). Por otro, la incertidumbre de política económica, que en España pudo drenar en torno a un par de décimas al crecimiento, básicamente a través de una menor demanda interna³. Finalmente, la desaceleración de las exportaciones de bienes y del sector industrial. La desaceleración o contracción del VAB en el sector industrial dreña 1 pp al crecimiento a Murcia (además de País Vasco, Aragón, Asturias), y algo más de medio punto a medio punto a Cataluña, Andalucía o la Comunitat Valenciana, entre otras.

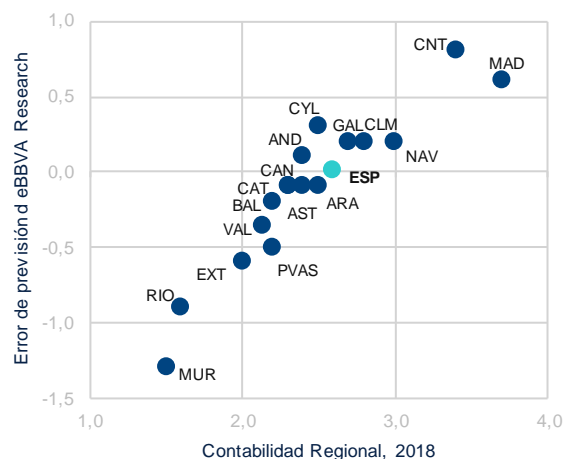
Sin embargo, los datos publicados por el INE resultaron en algunas sorpresas. En particular, el crecimiento el PIB en 2018 sorprendió al alza en Madrid, cuya economía se aceleró en 2018 (apoyada en un mejor comportamiento del sector del comercio, transporte y hostelería), en Cantabria, por una buena evolución del sector industrial, y en Navarra, por la sólida tendencia en esos dos sectores. Esto, juntamente con un arranque de 2019 dinámico, hace prever un comportamiento relativo más positivo de las economías de Madrid y Navarra, que no se repetirá en Cantabria, dado el freno que está mostrando a comienzos de 2019, su sector industrial⁴. En el lado opuesto, los resultados fueron especialmente negativos en Murcia y La Rioja, y en ambas el sector industrial muestra también una desaceleración importante (véase el Gráfico 4).

Gráfico 3 Crecimiento del PIB en 2017 y 2018 según la CRE (a/a, %)



Fuente: INE

Gráfico 4 Crecimiento en 2018 y error de previsión de BBVA Research (a/a, %, y pp.)



Fuente: BBVA Research e INE

2: Para un mayor detalle, véase el flash correspondiente publicado por BBVA Research, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-crecimiento-del-pib-regional-de-2018/>

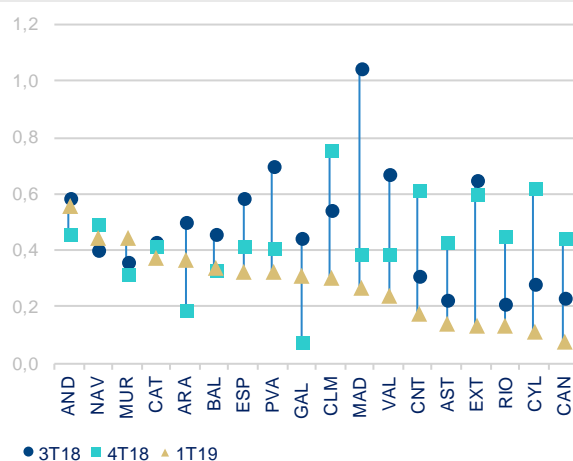
3: Para un mayor detalle sobre el impacto de la incertidumbre, véase BBVA Research, Situación España, segundo trimestre de 2019, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/situacion-espana-segundo-trimestre-2019/>

4: En Castilla y León y Castilla-La Mancha sorprende el buen comportamiento del sector agrario, que aporta casi un punto más que en 2017 al crecimiento. Sin embargo, este sector se caracteriza por su baja inercia (difícilmente encadena dos años de crecimiento elevado seguidos) y por tanto, no se considera una mejora que afecte a las previsiones.

En el arranque de 2019 se observa un buen desempeño del gasto de los hogares, que amortigua la desaceleración de la actividad en el levante

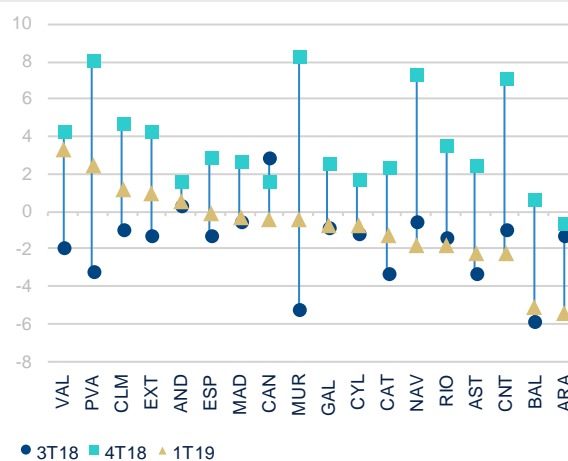
Los impulsos a la renta disponible, con el aumento del SMI, de los salarios públicos y de las pensiones, un empleo que se muestra más vigoroso de lo anticipado hace unos meses, y una política fiscal y monetaria algo más laxas, están permitiendo que el gasto de los hogares muestre en el primer trimestre un comportamiento algo más favorable. Si bien esto supone un crecimiento más desequilibrado de la economía española, también implica el traslado de los ejes de crecimiento. Así, **el consumo vuelve a crecer más en las regiones del Mediterráneo, Galicia, Navarra y Aragón**, mientras apunta a una nueva desaceleración en Extremadura, Cantabria, Castilla y León y Asturias (véase el Gráfico 5). Los principales destinos del turismo nacional, como la Comunitat Valenciana o Andalucía, también habrían mostrado, tanto en el final de 2018 como en el primer trimestre de 2019, una cierta recuperación (véase el Gráfico 6). Por el contrario, los datos conocidos de 2019 apuntan a que, de acuerdo con la desaceleración sufrida por la economía europea a finales de 2018, las exportaciones de bienes están experimentando un mal inicio de año, que afecta nuevamente (como en el año anterior) a la producción industrial.

Gráfico 5 Crecimiento del consumo privado en 3T18, 4T18 y 1T19 según el ISCR-BBVA (CVEC⁵, t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6 Pernotaciones en hoteles realizadas por residentes en España (CVEC, t/t, %)



Fuente: BBVA Research e INE

Continúan los efectos del impulso fiscal, pero se podría desacelerar en la segunda mitad del año

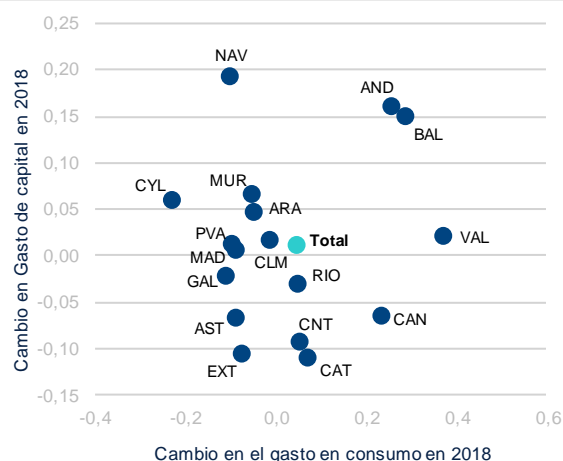
La información conocida del saldo no financiero de las CC.AA. refleja que en 2018 se produjo una **expansión moderada del gasto autonómico⁶**, destacando en este empuje **Navarra** -principalmente por inversión-, **la Comunitat Valenciana** -básicamente, por gasto en consumo- y **Andalucía y las Illes Balears**, por el impulso en ambos conceptos (véase el Gráfico 7). Esto se vio acompañado de un **empuje de la obra pública** (licitación del conjunto de agentes públicos) que en todas las CCAA fue superior a la observada en el promedio de los tres años anteriores, destacando La Rioja, Extremadura, Navarra y Canarias (véase el Gráfico 8). Los primeros datos de 2019 apuntan a que se mantiene la dinámica del año anterior en cuanto al comportamiento del gasto autonómico. Pero con una dinámica de los ingresos menos favorable que en 2018, es de esperar que el empuje del sector público sea menor tanto en este año como en 2020. Ello podría afectar, especialmente, a la Comunitat Valenciana y Murcia dado que su desequilibrio en el cierre del 2018 fue el mayor. En el otro extremo, tanto Canarias como las comunidades forales podrían disponer de un margen algo mayor de actuación, al haber

5: CVEC: Corregido de variaciones estacionales y de calendario.

6: Para un mayor detalle, véase BBVA Research, Observatorio fiscal del segundo trimestre de 2019, disponible aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-la-incertidumbre-domina-la-politica-fiscal-del-bienio-2019-20/>

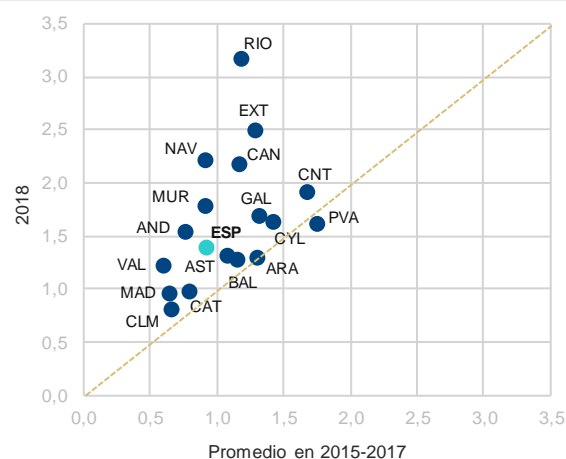
alcanzado un superávit de más de medio punto del PIB en 2018. Por su parte, tras el fuerte empuje observado en 2018, la licitación de obra pública podría retornar a un ritmo más consistente con los objetivos de consolidación fiscal, en particular para la obra del Estado. En todo caso, en los gobiernos regionales el margen puede ser algo mayor en las comunidades con superávit.

Gráfico 7 Cambio en el gasto público por conceptos (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8 Licitación de obra pública (% s/ PIB %)



Fuente: BBVA Research e INE

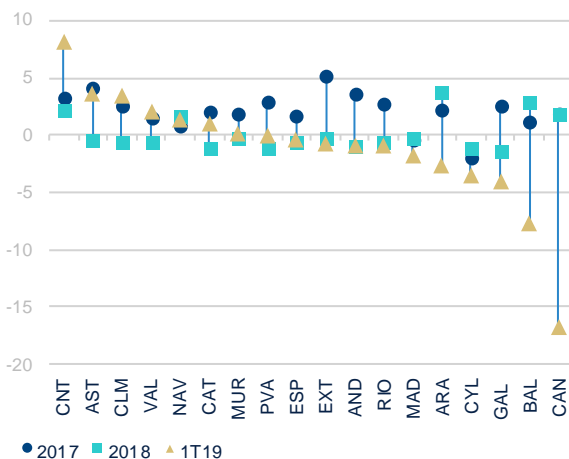
La recuperación del sector exterior es menor de la esperada, limitando la velocidad de recuperación en las comunidades del norte

La desaceleración generalizada de las exportaciones de bienes en 2018 ayuda a entender el comportamiento negativo del sector industrial en ese año. En promedio, las ventas de bienes al exterior se aceleraron marginalmente sólo en Aragón, y crecieron en Cantabria y Navarra, además de en Baleares y Canarias, donde tienen un peso bajo en el total de la economía. Por el contrario, en las comunidades restantes, la variación promedio trimestral de las exportaciones en euros constantes fue negativa (véase el Gráfico 9). En particular, la desaceleración fue destacable en Asturias, Castilla-La Mancha, País Vasco, Extremadura, Andalucía y Galicia y la Rioja, encontrándose esta corrección tras buena parte del ajuste observado en el sector industrial < (véase el Gráfico 10).

En el primer trimestre de 2019, las exportaciones vuelven a mostrar datos favorables en algunas comunidades del norte (Cantabria, Asturias y Navarra) y en Castilla-La Mancha, y síntomas de recuperación en Cataluña. Pero, los datos siguen siendo negativos en Castilla y León y Galicia, dos comunidades para las que la recuperación del componente externo de la demanda es clave.

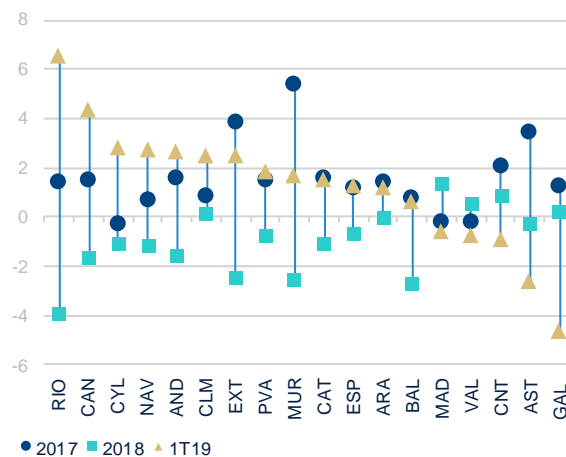
En cuanto al turismo exterior, el mayor dinamismo en el inicio de este año se observa en Andalucía y Madrid, que coyunturalmente superan la atonía de 2018, y en comunidades con poca relevancia económica de este sector (Cantabria, Extremadura y La Rioja). Cataluña, por su parte continúa la fase de recuperación de la afluencia de visitantes (principalmente extranjeros y de residentes en la propia comunidad) tras los acontecimientos de la segunda mitad de 2017. Por el contrario, en las comunidades insulares esta recuperación es menor, destacando el caso de Baleares con una contracción importante del turismo en este inicio de año (véase el Gráfico 11).

Gráfico 9 Crecimiento de las exportaciones de bienes (CVEC, t/t y t/t promedio, %)



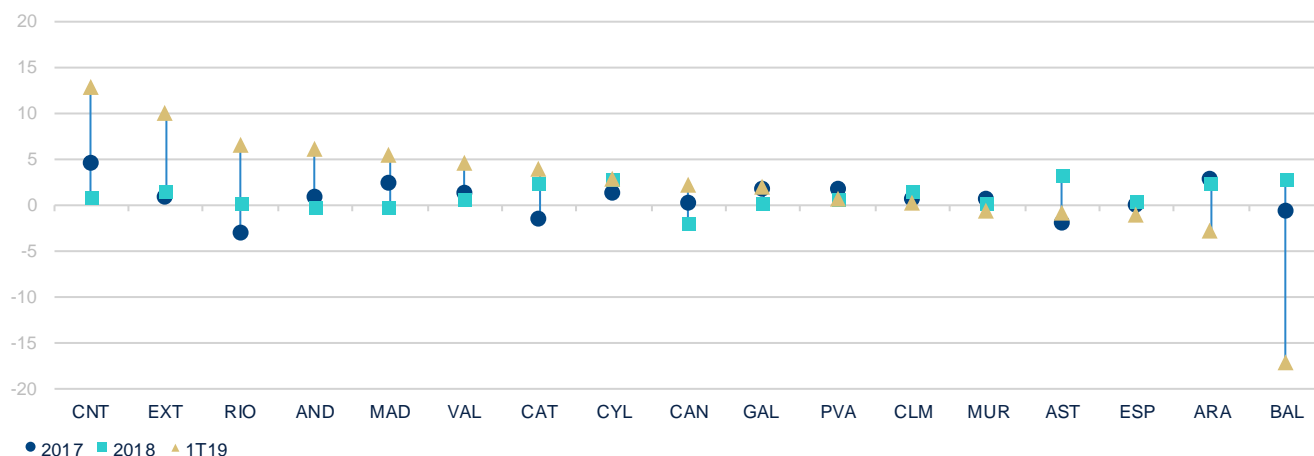
Fuente: BBVA Research

Gráfico 10 Índice de producción industrial (CVEC, t/t y t/t promedio, %)



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 11 Pernoctaciones de residentes extranjeros en hoteles (CVEC, t/t y t/t promedio, %)



Nota: Por una cuestión de escala, se ha excluido a Navarra del gráfico. Sus datos son los siguientes: 2017, +29,0%; 2018, +23,4%, 1T19, -23,7%
Fuente: BBVA Research e INE

La incertidumbre de política económica en España, la guerra comercial y las revisiones a la baja del crecimiento mundial, principales riesgos

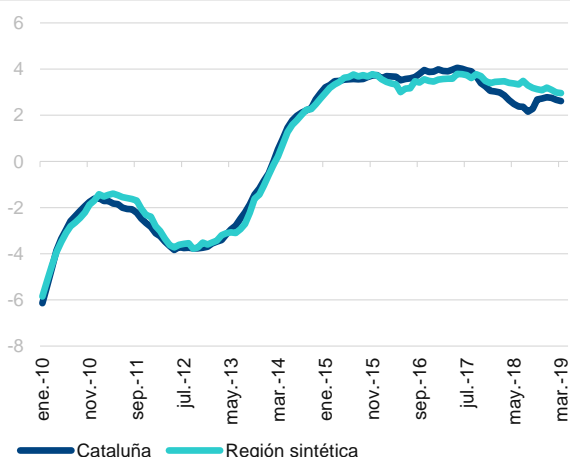
Más allá del sesgo de corto plazo que puede introducir una coyuntura reciente favorable, **los riesgos principales para el escenario continúan situados, en el contexto interno, en la elevada incertidumbre de política económica**, dada la elevada fragmentación de los distintos parlamentos, y en la necesidad de continuar con el proceso de consolidación fiscal. Por otro, lado, los efectos de la incertidumbre en Cataluña están remitiendo, aunque todavía no se han recuperado los puestos de trabajo que se podrían haber generado en ausencia del incremento de la incertidumbre idiosincrática (véase el Gráfico 12).

En el exterior, las sucesivas revisiones a la baja en la senda de crecimiento de Europa y la guerra comercial ente China y Estados Unidos, que progresivamente se extiende a más productos y países, son el riesgo mayor para el escenario.

Superado el impulso sobre el gasto de las familias ocasionado por la revisión del Salario Mínimo Interprofesional y las pensiones⁷, **el retorno del consumo a un comportamiento soportado principalmente por la evolución de sus fundamentales hará que este se desacelere en el horizonte de previsión**. Esta moderación será mayor en las comunidades en las que los shocks anteriores han impactado más positivamente (las del sur, por sus salarios más bajos, y las del noroeste, por la mayor relevancia de las pensiones en la renta disponible de los hogares) y en las que son el destino principal del turismo nacional (la costa Mediterránea, Madrid y Galicia).

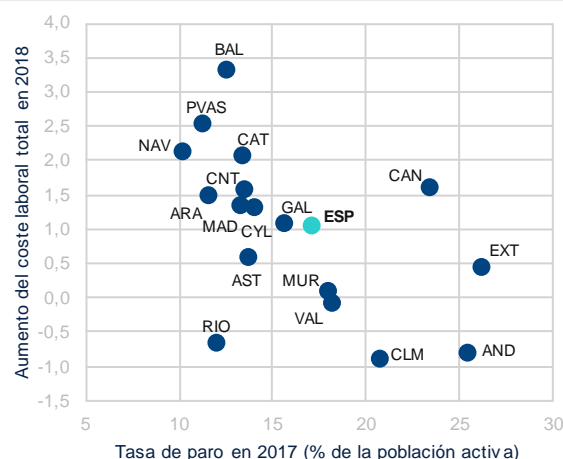
En todo caso, el mercado laboral apunta ahora mismo otro tipo de riesgos a los que también deberá prestarse atención: la aceleración de costes, en un contexto de todavía muy elevada tasa de paro en buena parte del territorio y en el que la información disponible apunta a que podrían estarse produciendo desajustes en el mercado laboral: en las comunidades con menor tasa de paro se observan ya presiones de incrementos salariales en el mercado laboral (véase el Gráfico 13).

Gráfico 12. Afiliación a la Seguridad Social en el sector privado en Cataluña y en una región sintética comparada (a/a, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 13 Tasa de paro y crecimiento del coste laboral (%)



Fuente: BBVA Research e INE

En el lado de la inversión, los elevados precios de la vivienda y la reducida oferta -ligada, en casos como Balears, a moratorias y restricciones legales pero en otros a la falta de espacio disponible en los principales focos de interés- **están conduciendo a un cambio en el comportamiento en el mercado de vivienda**. En los puntos de mayor coste, el número de transacciones comienza a disminuir, desplazándose estas hacia otras zonas más asequibles. Así, las transacciones, que en años anteriores crecían más en provincias con alta densidad o demanda turística (Barcelona, Balears, Madrid, Vizcaya o Valencia, véase el Gráfico 12) se aceleran más en algunas de las provincias castellano-manchegas limítrofes a Madrid, en provincias andaluzas no costeras, o en La Rioja, (véase el Gráfico 13).

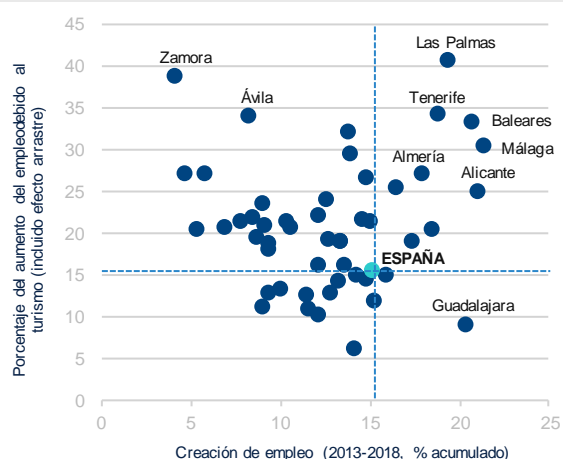
7: Véanse los gráficos 12 y 13 del Observatorio Regional del primer trimestre de 2019.

En el lado de las exportaciones de bienes, aunque se mantiene un escenario de aceleración para Europa, la las expectativas para las exportaciones son más favorables en el resto del mundo, lo que sesga las oportunidades de avance hacia aquellas comunidades en las que la distribución geográfica de las exportaciones está más sesgada hacia fuera de la UE

En el plano del empleo uno de los retos a tomar en consideración son las **consecuencias de la desaceleración del turismo**. La creación de empleo de sectores alternativos a la hostelería, incluso en provincias en las que el turismo es una actividad con un peso relativamente menor, ha sido en muchos casos escasa. Pero además, las provincias que muestran un mayor peso de la hostelería en la actividad tienden a tener una renta per cápita inferior a la media española, de manera que la reducción de la brecha con otras regiones se verá afectada de manera negativa. Será necesario, por tanto, ajustar la política de estabilización, de convergencia y territorial al nuevo entorno (véase el Gráfico 15).

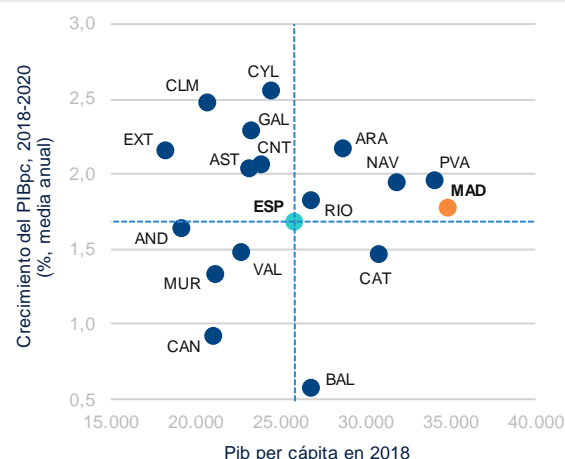
En resumen, la desaceleración del turismo y de la demanda interna, por un lado, y la mayor contribución del sector externo al crecimiento continúan sesgando el crecimiento hacia las comunidades del norte y del centro, cuyas exportaciones pesan más en su actividad económica (Navarra, País Vasco, Castilla-La Mancha, Madrid, y en el Levante, Cataluña y la Comunitat Valenciana. En la medida que el escenario exportador se consolide, otras comunidades que ahora muestran datos menos dinámicos deberían ir acelerando su ritmo de actividad a lo largo del horizonte de previsión (Castilla y León, Galicia, Aragón). Por el contrario la desaceleración del turismo, tanto nacional como extranjero, continúa drenando crecimiento en las regiones mediterráneas e insulares; Andalucía, Murcia, Canarias y Balears podrían verse afectadas por este comportamiento más débil, y en la Comunitat Valenciana y Cataluña, podrían compensar parcialmente el empuje de las ventas de bienes al exterior. La necesidad de retomar el proceso de ajuste fiscal (Extremadura, Andalucía y La Rioja podrían verse afectadas negativamente, además de la C. Valenciana y Murcia), y la desaceleración del empleo asociada al menor dinamismo del turismo harán, por tanto, que el proceso de convergencia de las comunidades del sur e insulares, con un mayor dinamismo demográfico, se vea ralentizado durante el periodo de previsión (véase el Gráfico 16).

Gráfico 15 Contribución del sector turístico a la creación de empleo (2013-2018, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Seguridad Social

Gráfico 16 PIB per cápita Nivel en 2018 y cambio entre 2018 y 2020 (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Cuadro 1 Crecimiento del PIB por CCAA

	2016	2017	2018	2019	2020
Andalucía	2,9	2,7	2,4	2,3	1,7
Aragón	3,2	3,4	2,5	2,3	1,8
Asturias	1,6	3,8	2,3	1,7	1,6
Baleares	4,4	2,4	2,2	2,0	1,6
Canarias	3,4	2,7	2,4	2,3	1,8
Cantabria	2,6	3,4	3,4	2,3	1,7
Castilla y León	3,1	1,7	2,5	2,2	2,0
Castilla- La Mancha	4,2	2,4	2,8	2,5	2,1
Cataluña	3,5	3,2	2,3	2,2	2,0
Extremadura	1,7	2,1	2,0	2,0	1,7
Galicia	3,1	3,1	2,7	2,2	2,0
Madrid	3,2	3,3	3,7	2,8	2,3
Murcia	4,3	3,1	1,5	1,9	1,6
Navarra	3,0	2,8	3,0	2,6	2,1
País Vasco	3,0	3,1	2,2	2,2	2,0
La Rioja	2,6	1,5	1,6	2,0	1,7
C. Valenciana	2,8	3,1	2,1	2,0	1,9
España	3,2	3,0	2,6	2,2	1,9

Fuente: BBVA Research e INE

Cuadro 2 Crecimiento del empleo EPA por CC.AA.

	2016	2017	2018	2019	2020
Andalucía	2,4	4,1	2,8	2,9	1,9
Aragón	2,3	2,2	1,4	1,8	1,0
Asturias	2,7	2,4	-0,9	0,2	0,5
Baleares	4,2	1,2	4,1	3,7	2,6
Canarias	3,2	3,4	6,6	1,9	2,5
Cantabria	3,0	0,9	1,6	0,7	0,9
Castilla y León	2,8	0,8	1,0	0,7	1,3
Castilla- La Mancha	3,2	4,0	2,9	3,2	1,6
Cataluña	3,5	2,9	2,7	2,0	1,7
Extremadura	1,9	0,5	3,7	3,5	1,8
Galicia	2,3	1,2	2,4	1,5	1,0
Madrid	0,9	2,5	2,9	2,1	1,7
Murcia	6,1	3,4	1,9	2,3	0,9
Navarra	1,2	4,2	1,2	1,7	1,1
País Vasco	2,8	0,3	2,2	1,0	1,0
La Rioja	1,7	1,4	2,7	1,3	1,4
C. Valenciana	3,1	3,0	2,7	2,0	2,1
España	2,7	2,6	2,7	2,1	1,7

Fuente: BBVA Research e INE

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:

Economista Jefe

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 82

Dmitry Petrov

dmitry.petrov.becas@bbva.com

+34 91 537 54 82

Marta Pérez

marta.perez.beamonte.becas@bbva.com

+34 91 374 55 88

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

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

Sirenia Vázquez

sirenia.vazquez@bbva.com

+34 607 37 07 81

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 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

