

# Situación Andalucía

Segundo semestre 2015  
Unidad de España

- La recuperación de la economía andaluza se confirma
- El empleo en Andalucía podría aumentar en 200 mil ocupados entre 2015 y 2016
- El tipo de cambio y el precio del petróleo mejoran la competitividad y la actividad, pero persisten incertidumbres internas y externas
- Disminuir el paro, incrementar la tasa de participación y mejorar el capital humano, principales retos

## Índice

1 Editorial	3
2 Entorno global y economía española	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía andaluza	9
4 Cuadros	25

**Fecha de cierre: xx de octubre de 2015**

## 1 Editorial

Diversos factores permiten prever que el crecimiento del **PIB andaluz aumentará hasta el 3,0% en 2015 y que permanecerá alrededor del 2,7% en 2016**. De confirmarse este escenario, se crearían alrededor de **200 mil puestos de trabajo** en el conjunto de los dos años.

Los indicadores conocidos desde la publicación del último Situación Andalucía<sup>1</sup> en junio de este mismo año, reflejan que **la actividad económica y la creación de empleo se aceleraron progresivamente a lo largo del primer semestre**, apoyados por **los reducidos precios del petróleo, la mejora gradual de la demanda europea y, sobre todo, un contexto favorable de tipo de cambio del euro y de tipos de interés**. Asimismo, a nivel interno, **la mejora de la confianza, el menor ajuste fiscal o la reducción en el coste de financiación de las empresas y de las familias permitieron a los hogares nacionales incrementar su consumo**, impulsando la demanda doméstica.

**Se espera que durante los próximos trimestres la economía siga creciendo apoyada en diversos factores, tanto externos como internos**. Por un lado, **el bajo precio del petróleo** seguirá repercutiendo directamente en una mejora de la renta disponible de las familias y en una disminución de los costes de producción y transporte. En particular, **se estima que el PIB andaluz podría aumentar 1,3 p.p. este año como consecuencia del menor coste energético y su impacto en el consumo, la industria y la demanda externa**. Por otro, la política monetaria del BCE ha reducido considerablemente el coste de financiación del Tesoro y ha tenido un impacto significativo sobre el tipo de cambio del euro frente al dólar, mejorando la competitividad de las empresas. Lo anterior apoyará el crecimiento en las nuevas operaciones de crédito y potenciará el buen comportamiento tanto de la demanda interna como de las exportaciones. En este sentido, **las estimaciones de BBVA Research apuntan a que una depreciación del 10% del euro frente al dólar respecto a su valor medio en 2014 podría añadir 0,4 p.p. del PIB a la economía de Andalucía** en 2015, fruto de la mejora de la competitividad de las exportaciones y de un proceso de sustitución de importaciones más intenso. Además, **la mejora gradual de Europa** –donde se espera que el crecimiento del PIB en 2016 sea 4 décimas superior al de 2015- y con ello de la demanda de productos andaluces, podría tener también un impacto positivo en la región que, según las estimaciones de BBVA Research, **podría suponer otros 0,4 p.p. adicionales al crecimiento de la economía andaluza**.

Lo anterior se une a una inercia positiva de la actividad. **Los indicadores disponibles a la fecha de cierre de esta publicación apuntan a que durante el primer semestre la economía andaluza podría haber crecido cerca del 0,9% trimestral promedio** (en torno al 3,5% anualizado), pero también indican que la actividad sería algo menos expansiva en el tercer trimestre. Detrás de este mayor dinamismo se observa un **comportamiento favorable tanto de la demanda interna como del turismo**.

Respecto a la **política fiscal**, la Junta de Andalucía ha aprovechado la recuperación económica y la reducción de la carga de intereses, para abordar un **gasto más expansivo**. Así, el gasto primario de Andalucía creció, en el periodo de enero a julio, en torno al 5%, lo que está suponiendo un impulso al crecimiento del PIB de casi media décima.

Por su parte, y aunque hasta ahora había sido la principal fortaleza de la región, **la demanda externa de bienes andaluces se ha contraído en el primer semestre, tras los fuertes crecimientos registrado en las exportaciones de los últimos años**. Buena parte de ello se justifica por las malas cosechas agrícolas de principios de año y la caída en las ventas de semimanufacturas, que dado el buen comportamiento de las señales relativas a la producción de bienes intermedios en el primer semestre del año, podría estar vinculado con cambios en la demanda.

1: Disponible en <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-andalucia-primer-semestre-2015/>

En todo caso, los datos que se van conociendo del tercer trimestre del año adelantan una ligera **desaceleración**, dado que el impacto de los factores que empujaron a la economía comienza a reducirse y se materializan algunos de los **riesgos**. Las tensiones observadas durante el verano en Grecia y China, y la incertidumbre derivada del entorno político doméstico han provocado un moderado aumento de la prima de riesgo española. La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes y la posibilidad de que la menor actividad global retrase las subidas de tipos de interés en varias economías (principalmente en EE.UU.), con el consiguiente incremento de la volatilidad en los mercados financieros, podrían conllevar una menor depreciación del euro y un deterioro en las perspectivas de crecimiento de la UEM.

En el ámbito interno, los datos de ejecución presupuestaria registrados en los primeros siete meses del año continúan mostrando dinamismo en términos de ingresos públicos, si bien esto se ve parcialmente compensado por una cierta expansión del gasto, consistente en cualquier caso con el objetivo fijado (0,7% del PIB regional), de suma importancia si se tiene en cuenta que uno de los principales activos de la economía española durante los últimos años ha sido su capacidad de reducir el déficit público. Mantener **la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas** y, por lo tanto, la confianza de las instituciones europeas, **es clave para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior**. Si a esta incertidumbre sobre la política fiscal se añaden las dudas que pudieran surgir sobre el resto de las medidas que se implementarán durante los siguientes años, la vulnerabilidad de la economía española y andaluza se incrementaría considerablemente. **Dichas dudas se pueden acrecentar con la incertidumbre asociada a los procesos electorales de este otoño**. Por eso, es importante que en la medida de lo posible se impulsen políticas públicas que puedan dar certidumbre respecto a cómo se dará el proceso de consolidación fiscal que todavía queda por delante.

**Finalmente, Andalucía enfrenta varios retos cuya superación le permitiría converger a la renta media del resto de las regiones españolas**, o siendo más ambiciosos, ponerla en el camino para acercarse a la de los países más ricos de Europa. En particular, existe una brecha considerable respecto a la media nacional, tanto en términos de **tasa de paro, como de capital humano y productividad por trabajador**. Para impulsar la reducción del paro, fomentando el empleo indefinido, BBVA Research ha propuesto una **reforma del sistema de contratación**. De adoptarse, la propuesta traería una disminución en las tasas de temporalidad y de desempleo, además de un incremento en la productividad y los salarios<sup>2</sup>. Asimismo, sería deseable **incrementar los recursos y reorientar los existentes hacia actuaciones que aumenten la empleabilidad de los trabajadores**, particularmente los desempleados de larga duración. Por otro lado, para aumentar la productividad, es necesario avanzar en una **adecuada regulación (marco institucional), en un incremento de la competencia y en una mejora del capital humano**<sup>3</sup>. La ventana de oportunidad que sigue abierta con un entorno positivo para la economía andaluza debe ser aprovechada para implementar reformas ambiciosas, que permitan mantener el crecimiento cuando algunos de estos vientos actualmente favorables, cambien de dirección.

2: Para una información más detallada, véase el Recuadro 2 de la revista Situación España Primer Trimestre de 2015 disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-de-2015>

3: Para una información más detallada, véase el Recuadro 3 de la revista Situación España Primer Trimestre de 2015 disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-de-2015>

## 2 Entorno global y economía española

**La economía global concluyó 2014 con un crecimiento medio anual del 3,4% y**, según la información disponible, se ha ralentizado ligeramente en el primer semestre de 2015. Los países emergentes se desaceleran por quinto año consecutivo, coincidiendo con la ralentización del crecimiento chino y del precio de las materias primas. Sin embargo, los desarrollados mantienen expectativas favorables y en 2015 registrarán su mayor tasa de crecimiento desde 2010 apoyados en la política monetaria de los bancos centrales, el menor endeudamiento privado y la moderación de los precios del petróleo. En el escenario más probable, el PIB mundial volverá a crecer el 3,4% en 2015 (una décima menos que el previsto en mayo) y se acelerará hasta el 3,8% en 2016<sup>4</sup>.

**Entre las economías emergentes, China** ha centrado la atención en los últimos meses con motivo de la fuerte corrección de su mercado bursátil y el potencial impacto que ello puede tener tanto sobre el ciclo económico interno como sobre la estabilidad financiera y el crecimiento globales. Por el momento, el primer semestre del año se ha saldado con un incremento interanual del PIB del 7% pero es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido a las tensiones financieras. Por tanto, **el pronóstico de crecimiento para China se sitúa en el 6,7% en 2015 y el 6,2% en 2016**.

**Aunque las expectativas de crecimiento en las economías desarrolladas continúan siendo favorables, se han revisado ligeramente a la baja. En Estados Unidos**, el balance del primer semestre, peor de lo esperado, justifica una **previsión de crecimiento del 2,5% para el conjunto de 2015**, cuatro décimas inferior a la contemplada en mayo. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, **el PIB estadounidense podría crecer el 2,8% en 2016**.

**La eurozona, por su parte muestra un patrón de recuperación sostenida, con crecimientos trimestrales del orden del 0,4% en el primer semestre del año.** La demanda doméstica, y en particular el consumo privado, soportan una mejora de la actividad que empieza a ser común en las principales economías. Al respecto, **la caída del precio del petróleo y los estímulos monetarios del BCE constituyen elementos de soporte claves para el crecimiento.** De hecho, la mejora de la demanda y el tamaño de las inyecciones de liquidez del BCE están reduciendo el riesgo deflacionista a tenor de la estabilización de los registros de inflación y el repunte de las expectativas de precios a medio plazo. Sin embargo, todavía habrá que esperar a 2017 para asistir a tasas de inflación cercanas al objetivo del 2%.

No obstante, el menor crecimiento global y la emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial reducen ligeramente las expectativas de crecimiento para la UEM, hasta el 1,4% en 2015 y 1,9% en 2016 (una y tres décimas inferiores a las de mayo). Al respecto, **la recesión económica de Rusia y la desaceleración de China restarán dinamismo a las exportaciones en un contexto en el que la depreciación del euro puede ser más contenida de lo previsto a principios de año.** Por otro lado, el aumento de las tensiones financieras asociado a la incertidumbre sobre la crisis griega podría terminar lastrando las decisiones de inversión, uno de los puntos pendientes del perfil de recuperación del conjunto de la eurozona.

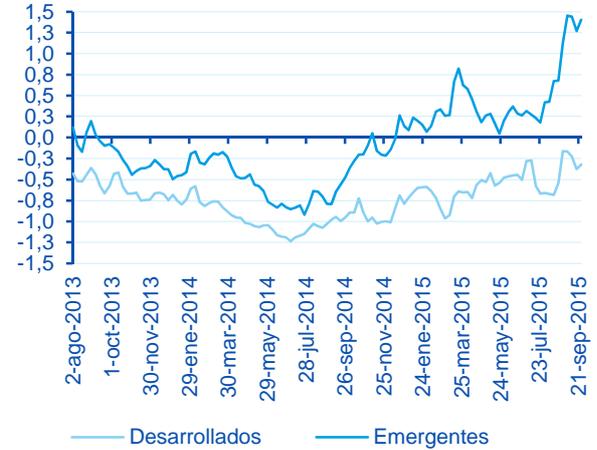
4: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al tercer trimestre de 2015, disponibles en: <https://goo.gl/zQ3LLI> y <https://goo.gl/BAknpO>

Gráfico 2.1  
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

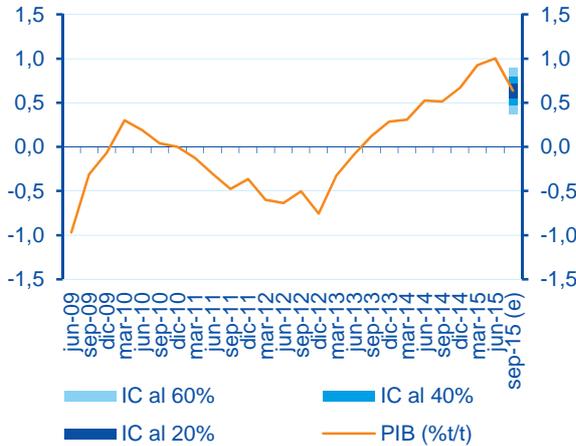
## En España, los menores vientos de cola y la aparición de vientos de cara aminoran el crecimiento en el segundo semestre de 2015

La economía española cerró el primer semestre de 2015 con una aceleración (hasta el 1,0% t/t) de la recuperación emprendida hace dos años. De cara al tercer trimestre, la tendencia de las variables observadas a la fecha de cierre de este informe indica que la economía continúa creciendo, si bien a un ritmo inferior que en los trimestres precedentes. Con la información disponible para el tercer trimestre a cierre de esta publicación, el modelo MICA-BBVA<sup>5</sup> estima que el crecimiento trimestral del PIB (t/t) podría alcanzar el 0,7%. Con todo, las previsiones de crecimiento anual alcanzan el 3,2% en 2015 y 2,7% en 2016, suficientes para crear cerca de un millón de puestos de trabajo a lo largo del periodo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 20%.

5: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>

Gráfico 2.3

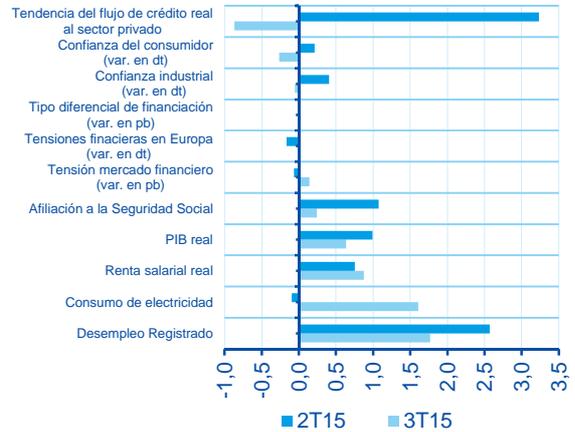
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (%t/t)**



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4

**España: evolución del PIB y de los principales indicadores del modelo MICA-BBVA (+) mejora / (-) deterioro en pp salvo indicación contraria (datos CVEC)**



Datos publicados hasta el 8 de septiembre de 2015 y previsiones del modelo MICA-BBVA.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

La ralentización de la actividad durante el segundo semestre se debe al **menor impulso que ejercen algunos de los vientos de cola** que estimularon la demanda a comienzos del año, al aumento diferencial de la prima de riesgo, en parte causado por la incertidumbre de los procesos electorales y, finalmente, a algunos **vientos de cara procedentes del exterior**. Entre los factores que apoyan al crecimiento destacan a nivel externo, la política monetaria del BCE y el aumento en la oferta global de petróleo, mientras que a nivel doméstico sobresale el carácter más expansivo de lo previsto que tuvo la política fiscal en el primer semestre de 2015. Entre los vientos de cara, se encuentran la **revisión a la baja de las expectativas de crecimiento tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes (principalmente China)**, la posibilidad de que esta menor actividad global obligue a **retrasar las subidas de tipos de interés en varias economías (especialmente, en EE. UU.)** y, consecuentemente, el aumento de la volatilidad tanto en los mercados financieros (a la que también contribuyó la crisis griega), como en la cotización de las materias primas. Estos factores se saldan con una menor depreciación del tipo de cambio del euro que la anticipada durante la primavera, un menor crecimiento previsto en la UEM y un aumento moderado de la prima de riesgo española que, en conjunto, podrían limitar parcialmente el avance de los flujos comerciales y de la inversión.

**A nivel doméstico, también se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos.** En particular, se prevé que en ausencia de medidas adicionales, el déficit de las AA. PP. se sitúe en el 4,5% del PIB al cierre del año, sobrepasando así el objetivo de estabilidad. Aunque la magnitud de la potencial desviación no es elevada, hay que recordar que uno de los principales activos de la economía española durante los últimos años ha sido su capacidad de reducir el déficit público estructural. Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas y, por lo tanto, la confianza de las instituciones europeas, es clave para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior. Si a esta incertidumbre sobre la política fiscal se añaden las dudas que pudieran surgir sobre el resto de las medidas que se implementarán durante los siguientes años, la vulnerabilidad de la economía española se incrementaría considerablemente.

En resumen, **se mantiene la valoración sobre la recuperación esperada de la actividad y del empleo contemplada en el escenario central de BBVA Research para el bienio 2015-2016, si bien aumenta la**

probabilidad de escenarios menos positivos para la economía española, como consecuencia de la incertidumbre sobre la recuperación global y la posibilidad de estar ante una desaceleración algo mayor a la esperada en el entorno doméstico.

Cuadro 2.1

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

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Consumo privado	-2,9	-2,3	2,4	3,4	2,5
Consumo público	-3,7	-2,9	0,1	1,3	0,6
Formación Bruta de Capital	-8,3	-3,7	4,2	5,4	6,1
Equipo y Maquinaria	-9,1	5,3	12,2	8,6	7,2
Construcción	-9,3	-9,2	-1,5	5,1	4,8
Vivienda	-9,0	-7,6	-1,8	3,0	7,2
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	-4,3	-2,7	2,2	3,3	2,8
Exportaciones	1,2	4,3	4,2	4,6	6,9
Importaciones	-6,3	-0,5	7,6	5,5	7,5
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	2,2	1,4	-0,8	-0,1	0,0
<b>PIB nominal</b>	-1,9	-0,6	0,9	4,0	4,7
(Miles de millones de euros)	1055,2	1049,2	1058,5	1101,0	1152,4
<b>PIB sin inversión en vivienda</b>	-1,7	-0,9	1,5	3,2	2,6
<b>PIB sin construcción</b>	-1,1	-0,2	1,7	3,0	2,5
<b>Mercado de trabajo</b>					
<b>Empleo, EPA</b>	-4,3	-2,8	1,2	3,2	3,0
Tasa de paro (% población activa)	24,8	26,1	24,4	22,2	20,5
<b>Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)</b>	-4,4	-3,3	1,2	3,0	2,5
<b>Productividad aparente del factor trabajo</b>	2,3	2,0	0,2	0,2	0,2
<b>Precios y costes</b>					
<b>IPC (media anual)</b>	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,2
<b>IPC (fin de periodo)</b>	2,9	0,3	-0,5	0,0	1,6
<b>Deflactor del PIB</b>	0,2	0,7	-0,5	0,8	1,9
<b>Remuneración por asalariado</b>	-0,6	1,7	-0,2	0,8	1,7
<b>Coste laboral unitario</b>	-3,0	-0,3	-0,4	0,7	1,5
<b>Sector exterior</b>					
<b>Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)</b>	-0,3	1,4	0,8	1,3	1,4
<b>Sector público</b>					
<b>Deuda (% PIB)</b>	84,4	92,1	97,7	98,8	98,0
<b>Saldo AA. PP. (% PIB) (*)</b>	-6,6	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
<b>Hogares</b>					
<b>Renta disponible nominal</b>	-3,0	-0,3	1,4	2,8	3,1
<b>Tasa de ahorro (% renta nominal)</b>	11,9	9,7	10,7	9,9	9,8

(\*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fecha cierre de previsiones: 4 de agosto de 2014.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

### 3 Perspectivas de crecimiento de la economía andaluza

---

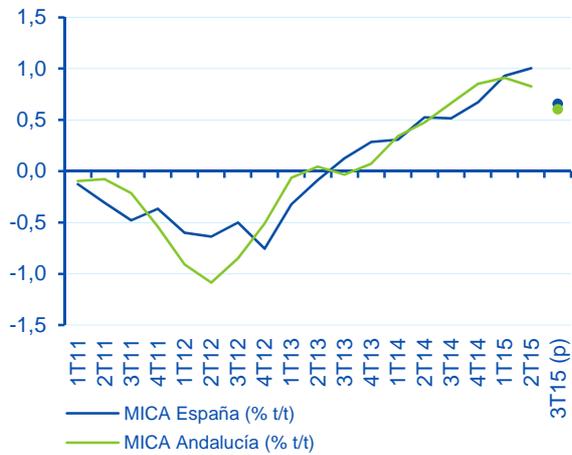
Desde que en junio se publicara el número anterior de Situación Andalucía, el escenario en el que se desenvuelve la economía andaluza ha experimentado pocos cambios. En el entorno internacional, continúan **destacando los reducidos precios del petróleo, la mejora gradual de la demanda europea y, sobre todo, la política monetaria del BCE**, que propicia un contexto favorable de tipo de cambio del euro frente al dólar y de costes de financiación. Todos estos factores **continúan apoyando la mejora de la competitividad de las empresas andaluzas**.

A nivel interno, la información conocida a lo largo del verano corrobora la línea de comportamiento esperada. **El crecimiento del PIB regional durante los primeros seis meses de 2015 volvió a acelerarse, incluso ligeramente por encima de lo esperado**. Esta evolución es el resultado de un comportamiento más favorable tanto de la demanda interna como del turismo. **La mejora de la confianza, el menor ajuste fiscal o la reducción en el coste de financiación de las empresas y de las familias permitieron a los hogares nacionales incrementar su consumo. Como consecuencia, el crecimiento del PIB de Andalucía para 2015 se revisa ligeramente al alza, hasta el 3,0%**. Por su parte, las exportaciones continuaron la contracción iniciada en el último trimestre de 2014, contrarrestando los crecimientos observados durante la crisis. Así, tras la fuerte contribución positiva al crecimiento del sector exterior andaluz en los últimos años, el relevo para el crecimiento parece tomarlo la demanda interna.

Con todo, los efectos de **algunos de los factores que han impulsado el crecimiento podrían estar comenzando a reducirse**. Entre ellos, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes, la posibilidad de que esta menor actividad vuelva a retrasar las subidas de tipos de interés en varias economías (especialmente, en EE. UU.) o el aumento de las tensiones financieras como resultado del proceso de negociaciones con Grecia. Estos factores podrían dar lugar a una menor depreciación del tipo de cambio del euro que la anticipada hace tres meses, un menor crecimiento en la UEM y un aumento moderado de la prima de riesgo española, que podrían restar dinamismo a los flujos comerciales y a la inversión productiva privada. A ello habría que sumar la incertidumbre derivada del entorno político. **De hecho, los datos conocidos del tercer trimestre reflejan ya un menor dinamismo** (véase el Gráfico 3.1), en línea con el pulso recogido en la encuesta de BBVA sobre la actividad económica en Andalucía (véase el Gráfico 3.2). En todo caso, se espera que el crecimiento continúe siendo relativamente elevado durante los próximos meses, y que durante el **2016 alcance el 2,7% en promedio, lo que permitiría la creación de 200 mil puestos de trabajo durante el bienio 2015-16**, con lo que la tasa paro a finales de 2016 podría reducirse hasta el entorno del 30%.

Gráfico 3.1

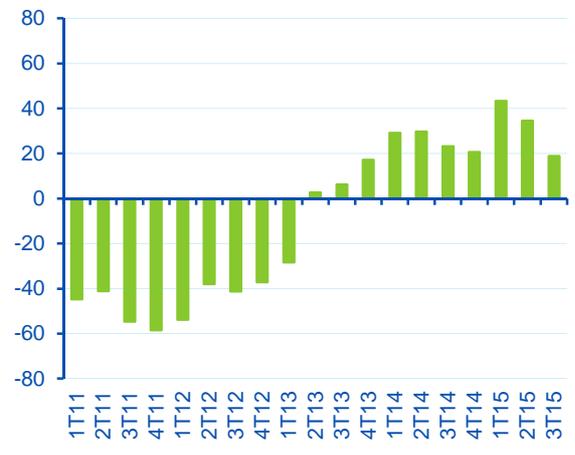
**Crecimiento del PIB de Andalucía y España estimado por los modelos MICA-BBVA (% t/t, CVEC)**



(p): previsión. 3T15 incluye 2/3 de la información del trimestre.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2

**Pulso de la actividad en Andalucía según la Encuesta BBVA de Actividad Económica (saldo de respuestas extremas, %)**



Fuente: BBVA Research

## El dinamismo del consumo privado impulsa la demanda interna

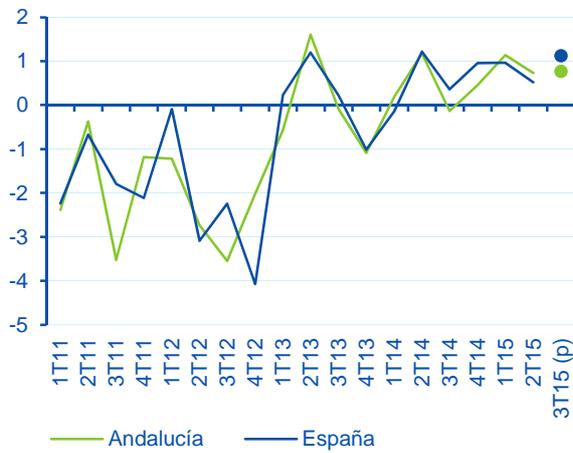
En línea con lo observado en el conjunto de España, y continuando el cambio de tendencia iniciado en 2013, **el consumo privado en Andalucía evolucionó positivamente a lo largo del primer semestre de 2015**. Esta mejora fue facilitada por el dinamismo del mercado laboral, el incremento de la renta disponible, el aumento de la riqueza financiera neta de las familias, unas condiciones financieras más laxas por la reducción de los tipos de interés y la vigencia del programa PIVE<sup>6</sup>.

Este comportamiento del consumo regional se refleja en la evolución del Índice de **ventas minoristas**, con un crecimiento promedio trimestral del 1% t/t durante el primer semestre (algo superior a las 7 décimas del registro del conjunto de España) (véase el Gráfico 3.3) y en la de **las importaciones de bienes de consumo duradero y manufacturas**, que durante los seis primeros meses del año aumentaron en promedio trimestral un 3,9% t/t, frente al +1,6% t/t en España (véase el Gráfico 3.4).

**En ambos casos, y aunque los crecimientos continúan mostrándose positivos, los últimos datos conocidos del final del segundo trimestre y los primeros del tercero anticipan una ligera desaceleración** del consumo privado, en línea con la evolución esperada de la actividad hacia la segunda mitad del año como consecuencia del agotamiento de parte de los vientos de cola de los que se ha visto favorecida la economía andaluza.

6: El PIVE tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. Desde el día 1 de marzo de 2015 está vigente un nuevo plan PIVE. Para más información sobre el mismo, véase <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/espana-las-matriculaciones-de-turismos-volvieron-a-crecer-mas-de-lo-esperado/>.

Gráfico 3.3  
Andalucía y España: ventas minoristas (% t/t, CVEC)



(p): previsión. 3T15 incluye datos de julio y agosto.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4  
Andalucía y España: importaciones de bienes de consumo duradero y manufacturas de consumo (% t/t, CVEC)



(p): previsión. 3T15 incluye datos de julio.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

## El ahorro en intereses permite cierta expansión del gasto durante 2015

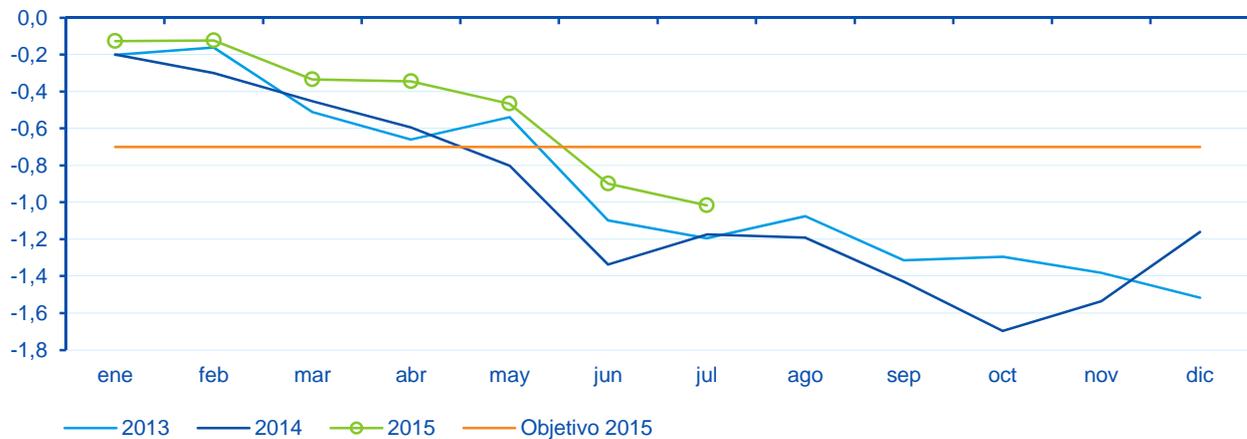
Los datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta julio de 2015 muestran que, tal y como se esperaba, los ingresos de la Junta de Andalucía han continuado recuperando dinamismo, en línea con las entregas a cuenta. De hecho, la Junta de Andalucía ha aprovechado la recuperación económica y la reducción de la carga de intereses (que hasta julio de 2015 ha sido un 65% menor que en el mismo periodo del año pasado), para abordar un gasto más expansivo. De esta forma, el gasto primario de Andalucía creció, en el periodo de enero a julio, en torno al 5%, lo que está suponiendo un impulso al crecimiento del PIB de casi media; mientras que el gasto total lo hizo en torno a un 2%. Así, la Junta cerró julio con un déficit del 1,0% del PIB regional, dos décimas por debajo del observado en el mismo periodo del año pasado (véase el Gráfico 3.5).

Respecto a la política de endeudamiento de 2015, esta se encuentra marcada por la adhesión de la Junta de Andalucía a los nuevos mecanismos de liquidez puestos en marcha por el Gobierno central. Así, durante el primer semestre del año la Junta se financió exclusivamente mediante el Fondo de financiación a comunidades autónomas (FFCA), reduciendo su exposición en valores y préstamos bancarios. De esta forma, el 60% de la deuda de la Junta (20,3% del PIB regional) corresponde ya a la facilidad financiera.

**Hacia delante, dado que seguirá beneficiándose de la reducción de la carga financiera asociada al (FFCA), la Junta de Andalucía deberá mantener un estricto control del gasto público si quiere cerrar el año cumpliendo con el objetivo de estabilidad (0,7% del PIB regional).**

Gráfico 3.5

## Junta de Andalucía: capacidad / necesidad de financiación (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## El sector inmobiliario continúa recuperándose

**El mercado inmobiliario en Andalucía continuó avanzando en su recuperación**, tal y como atestiguan los datos del segundo trimestre del año. El crecimiento de la demanda favoreció la paulatina recuperación del precio de la vivienda que, poco a poco se aleja de los niveles mínimos. Por su parte, aunque en el segundo trimestre la actividad constructora permaneció estable, los datos de la primera mitad del año indican que la iniciación de viviendas se recupera en la región.

**La demanda de vivienda en el segundo trimestre del año mostró un mayor dinamismo que la media nacional:** mientras en España las ventas se incrementaron el 13,9% interanual, en Andalucía lo hicieron el 16,7%. Por segmentos de demanda, se observa cómo los principales responsables del mayor dinamismo fueron las ventas de residentes en la región al crecer a una tasa interanual del 21,5%, frente a un crecimiento medio en torno al 16% en el resto de comunidades autónomas. En contraposición, las compras de vivienda de residentes en otras regiones volvieron a caer más que la media (-7,6% a/a frente al -0,9% de media en España), acumulando cinco trimestres consecutivos de contracción. Sin embargo, la demanda foránea se mantiene fuerte. En el segundo trimestre del año las compras de viviendas por parte de extranjeros creció el 21,3% respecto al mismo periodo del año anterior, por encima de la media en España (16,2%).

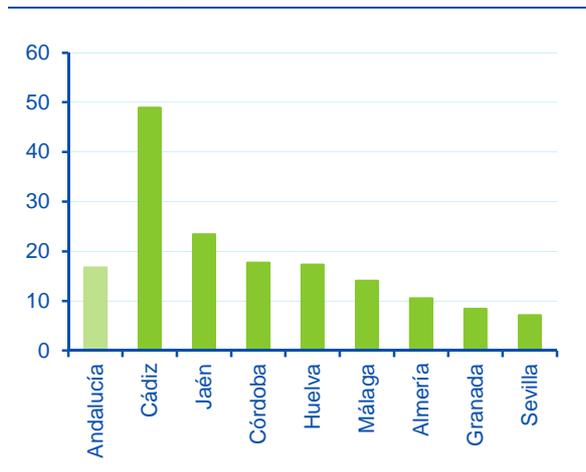
Por provincias, las ventas registraron aumentos interanuales en todas ellas en el segundo trimestre. Destaca Cádiz donde las transacciones aumentaron el 48,9%, elevando el volumen de operaciones por encima de las 3.000, algo que no sucedía desde 2010. El incremento en Jaén también fue importante (23,2% a/a), sin embargo, en esta provincia el nivel de transacciones se mantiene relativamente bajo. En el resto de provincias el crecimiento varió entre el crecimiento del 17,7% de Córdoba y el 7,1% de Sevilla (véase el Gráfico 3.6).

**La recuperación de la demanda trasladó a los precios y, en el segundo trimestre del año, según los datos del Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda en Andalucía subió el 0,5% en términos interanuales.** Aunque se trata de un crecimiento inferior a la media, debe tenerse en cuenta que la vivienda en Andalucía acumula tres trimestres consecutivos de ausencia de caída de precios (véase el Gráfico 3.7). A escala provincial, en el segundo trimestre el precio de la vivienda creció, en términos interanuales, en cinco de las ocho provincias: Jaén (3,5%), Sevilla (2,1%), Cádiz (0,9%), Córdoba (0,8%) y Málaga (0,3%). Por el contrario los descensos fueron del -3,2% en Almería, -2,1% en Huelva y del -1,3% en Granada. En

consecuencia, el precio de la vivienda en la región parece ir alejándose del mínimo, aunque de una manera heterogénea cuando se analiza desde el punto de vista territorial.

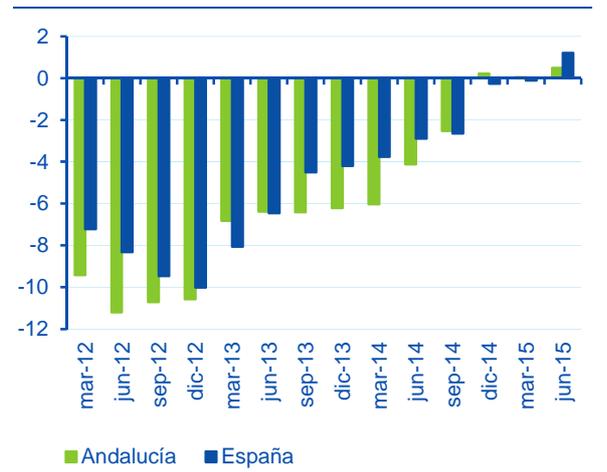
Por su parte, **la actividad se mantuvo estable en el segundo trimestre del año**: según reflejan los datos de visados de construcción de vivienda nueva del Ministerio de Fomento, la iniciación de viviendas en Andalucía se mantuvo invariable respecto al primer trimestre del año, mientras que en el conjunto del país creció el 5,0% en el mismo periodo. Sin embargo, el acumulado de los siete primeros meses del año sigue reflejando una evolución positiva de la actividad constructora ya que el número de visados entre enero y julio supera en un 38,5% a los del año anterior, un incremento superior al 27,6% que registra la media nacional. Por provincias, entre enero y julio, los visados aumentaron en todas salvo en Sevilla, donde la iniciación se contrajo el 34,2% respecto a los primeros siete meses de 2014. Granada y Almería registraron los mayores incrementos, 110,9% y 82,7%, respectivamente. En Málaga el aumento de los visados fue del 71,3%, en Córdoba del 69,1%, en Huelva del 47,6% y en Cádiz y Jaén el incremento interanual se situó en torno al 25%.

Gráfico 3.6  
**Andalucía: crecimiento interanual de las ventas de vivienda (%)**



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 3.7  
**Crecimiento interanual del precio de la vivienda (%)**



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

## Nueva contracción de la licitación en la región

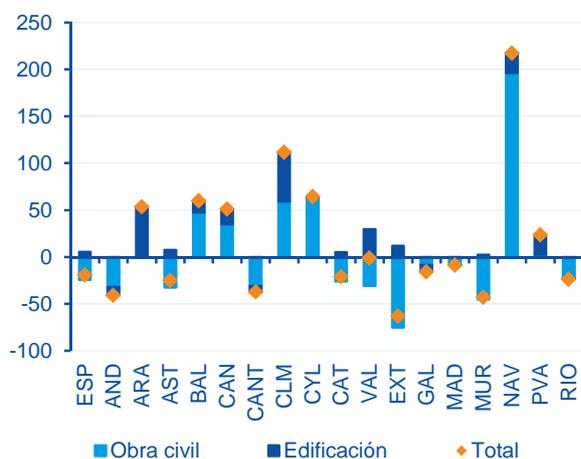
**Los datos de licitación del segundo trimestre de 2015 no son positivos cuando se comparan con los del mismo periodo de 2014.** En concreto, el presupuesto destinado a nueva obra pública cayó el 26,3% interanual, un descenso superior al registrado, en media, en el conjunto de España (-2,7%). A esto contribuyeron tanto la mala evolución de las obras en edificación que en el 2T15 cayeron el 32,1% respecto al 2T14, como el retroceso del presupuesto destinado a la obra civil cuya caída fue del 24,2% en el mismo periodo.

Del mismo modo, en el acumulado anual, entre enero y julio, refleja un diferencial negativo de la licitación en Andalucía. Mientras en España la licitación se recortó el 19,2% en Andalucía lo hizo el 41,1%, siendo el recorte en obra civil (-42%) ligeramente superior al de residencial (-39%) (véase el Gráfico 3.8). En este periodo el reparto presupuestario por provincias muestra una mayor cuantía en Cádiz y Sevilla (26% y 25% del total, respectivamente), en Almería se concentró el 18% de la inversión y el resto de provincias no superó ninguna el 10% del total (véase el Gráfico 3.9).

**Durante la primera mitad del año, las principales partidas presupuestarias se han destinado a obras en las carreteras y los ferrocarriles de la región,** aglutinando el 30% y el 16% del total del presupuesto,

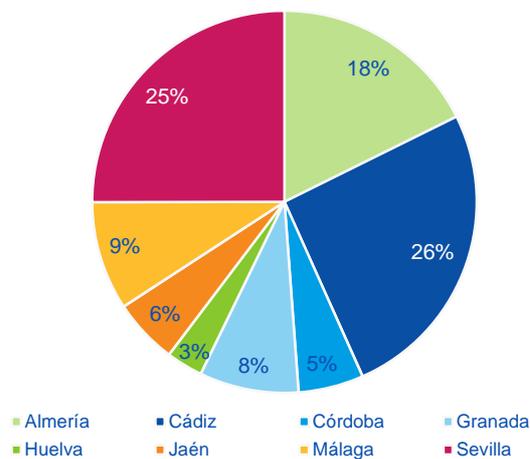
respectivamente. Relevantes también fueron las partidas destinadas a trabajos de urbanización (12% del presupuesto total) y obras hidráulicas (11% del total).

Gráfico 3.8  
**Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual entre ene-jul15 (en p.p.)**



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

Gráfico 3.9  
**Andalucía: presupuesto licitación por provincias (% total)**



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

## Las exportaciones muestran síntomas de agotamiento

Tras la desaceleración progresiva de las exportaciones andaluzas en los últimos años y como ya se adelantaba en la última edición de Situación Andalucía correspondiente al primer semestre<sup>7</sup>, **en la primera mitad de 2015 las exportaciones llegaron a mostrar caídas**. Así, corrigiendo de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC), las exportaciones de bienes al extranjero por parte de Andalucía cayeron en el promedio del primer y segundo trimestre del año un -3,6% t/t en términos reales, frente al crecimiento observado en el promedio nacional del 0,7% t/t. Sin descontar el efecto precios, la caída se situó en el -3,8% t/t (1,4% t/t de crecimiento en el promedio nacional para dicho periodo), aunque con un patrón bastante más negativo en el primer trimestre (-7,0% t/t) que en el segundo (-0,6% t/t).

La contribución sectorial a este comportamiento de las exportaciones nominales se muestra en el Gráfico 3.10. En concreto, la corrección observada en los seis primeros meses de 2015 frente a idéntico periodo de 2014 (-9,4% CVEC), se explica, en su mayor parte, por la **caída en las exportaciones de productos energéticos** (-6,4 p.p.), básicamente petróleo. En este producto se observa tanto el impacto de la reducción de precio, desde los 80€/barril promedio de la segunda mitad de 2014 hasta los 54€/barril promedio de la primera mitad de 2015, como una disminución de volumen consistente con la desaceleración de las economías emergentes y del comercio mundial.

Más allá de la volatilidad introducida por el comportamiento de las exportaciones energéticas, que representan el 14% de total de exportaciones realizadas por Andalucía en 2014 y 2015, también los principales productos exportados por la región han mostrado caídas. Las ventas de alimentos y semimanufacturas, que en agregado suponen el 50% de las exportaciones andaluzas se redujeron en la primera mitad del año, con contribuciones de -0,1 p.p. y -0,7 p.p., respectivamente a la contracción de las ventas totales en el primer semestre. En el caso de alimentos y, más concretamente del aceite de oliva (que representa en torno al 20% del total de los alimentos exportados por Andalucía), la ligera contracción

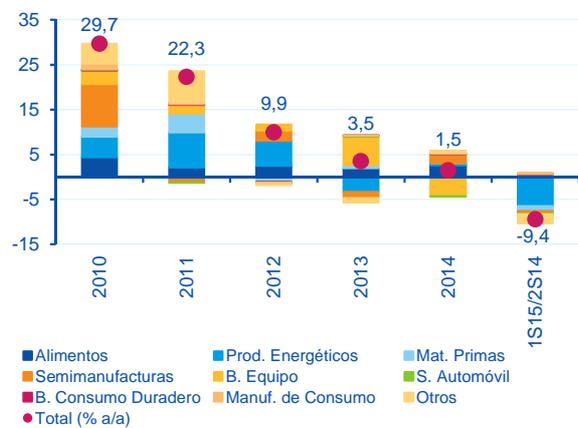
7: Para más detalle, véase: <https://www.bbva-research.com/public-compuesta/situacion-andalucia-primer-semester-2015/>

es consecuencia de una fuerte caída en la producción, a casi la mitad<sup>8</sup>, como consecuencia del calor y la sequía de los primeros meses del año, pero que se vio compensada por el incremento de precios entre un 40 y un 50% superiores respecto a la anterior campaña. Como consecuencia, los niveles de exportación de aceite se mantienen prácticamente sin variaciones respecto al primer semestre de 2014. En el lado positivo, solo se encuentran los bienes de equipo (+0,7 p.p.), los de consumo duradero y las manufacturas de consumo (+0,1 p.p. en ambos casos).

**Por destinos**, la evolución de las exportaciones de bienes está marcada por la **contribución negativa de Europa y América del Norte**. En concreto, **la zona Euro aporta -3,9 p.p. a la caída de las exportaciones durante el primer semestre** del año respecto al primer semestre de 2014, con especial peso de las economías más cercanas geográficamente, Portugal y Francia. Aunque en menor medida, también han contribuido a dicha caída la zona no Euro (-3 p.p.) y América del Norte (-2,2 p.p.) (véase el Gráfico 3.11). Asia ha sido la única región que impulsado las ventas exteriores (+0,8 p.p. de contribución), aunque esto fue insuficiente para mitigar los efectos de las caídas en el resto de áreas. Pese a los avances realizados por Andalucía en diversificación, tanto de productos como de destinos<sup>9</sup>, la región continúa mostrando un sesgo claro hacia alimentos como principal producto exportado y hacia la Zona Euro como principal destino, dejando ver el amplio recorrido con el que aún cuenta para aprovechar el mayor potencial de crecimiento en los mercados emergentes y para reducir su dependencia de cierto tipo de productos (véanse los gráficos 3.12 y 3.13).

Gráfico 3.10

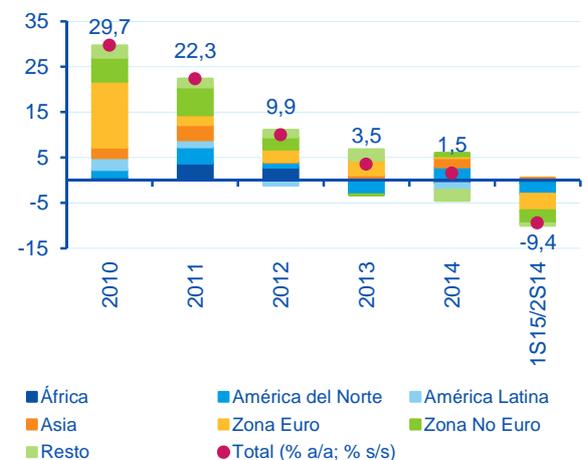
**Andalucía: exportaciones de bienes por productos (aportación al crecimiento, p.p., %, nominal)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.11

**Andalucía: exportaciones de bienes por destinos (aportación al crecimiento, p.p., %, nominal)**

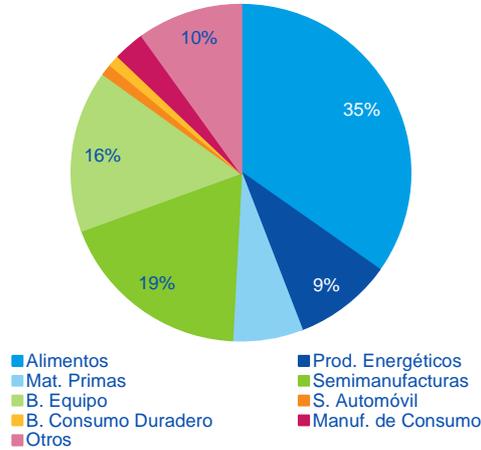


Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

8: Según las estimaciones publicadas por el Consejo Oleícola Internacional, la producción de aceituna de oliva por parte de España para la campaña 2014/15 se ha visto reducida a la mitad respecto a la anterior campaña 2013/14.

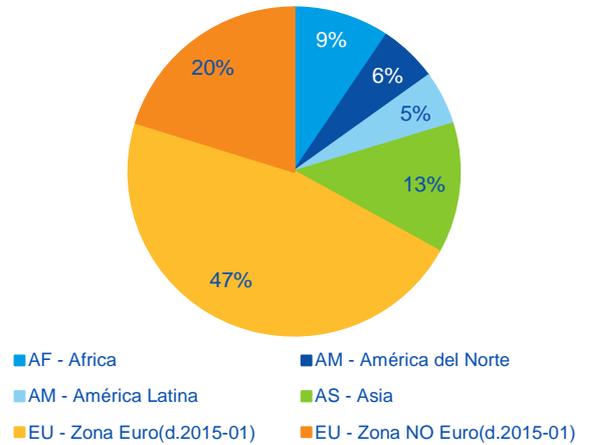
9: Para más información sobre la diversificación de las exportaciones andaluzas véase Situación Andalucía. Primer Semestre 2014. <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-andalucia-primer-semestre-2014/>

Gráfico 3.12  
**Andalucía: distribución de las exportaciones de bienes nominales por productos (1S15)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.13  
**Andalucía: distribución de las exportaciones de bienes nominales por destinos (1S15)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Las importaciones andaluzas de bienes, por su parte han mostrado una evolución de menos a más en los meses ya conocidos de 2015. Así, en el primer trimestre volvieron a contraerse (-4,5% t/t, CVEC) continuando el comportamiento de los tres trimestres anteriores. Sin embargo, en el segundo trimestre se recuperaron fuertemente, tanto en términos reales (+8,4% t/t CVEC) como nominales (+7,2% t/t CVEC). En particular, en términos nominales, las importaciones se han visto dinamizadas principalmente por la mayor demanda de productos energéticos (los cuales han aportado 4,9 p.p. al crecimiento del segundo trimestre). En este aspecto, es relevante tomar en cuenta que, aunque el precio del petróleo se mantiene sustancialmente por debajo del observado en 2014, entre abril y mayo se situó un 23% por encima del precio medio del primer trimestre. Además, el dinamismo de la demanda interna se ha dejado notar en las importaciones de manufacturas de consumo y en las importaciones de bienes de equipo. Estas últimas han aportado 1,3 p.p. al crecimiento de las importaciones durante el segundo trimestre, mientras que las primeras han contribuido con 0,7 p.p.

El déficit de la balanza comercial de bienes con el exterior durante el primer semestre del año se ha situado en torno a los 1.400 Millones de €, estable respecto al semestre anterior, aunque con mejoras considerables desde los 2.700 Millones de déficit del primer semestre de 2014.

Tras el mal comportamiento de las exportaciones en el primer semestre, los datos del mes de julio reflejan un fuerte crecimiento de esta variable que permite anticipar, para el conjunto del tercer trimestre, un incremento del 6,7% t/t CVEC, por encima del 1% esperado para el conjunto de España. Esta mejora se explica, principalmente, por las mayores ventas de bienes de equipo (contribución de 2,4 p.p.) y de materias primas (1,7 p.p.) y. Por destinos, América Latina y la Zona No Euro fueron los principales demandantes de los productos andaluces durante el mes de julio. Por su parte, las importaciones podrían crecer un 5% t/t (CVEC) en el tercer trimestre, con aportaciones importantes de las importaciones de materias primas (+2,7 p.p.) y semimanufacturas (+1,7 p.p.).

En resumen, señales mixtas para un sector exterior condicionado por las continuas incertidumbres, que, en cualquier caso, mantiene desde 2013 un nivel de exportaciones un 50% superior al observado en 2008 y superior al nacional. Con todo, hay que esperar a conocer más información del tercer trimestre para saber si la tendencia de crecimiento iniciada en julio se mantiene.

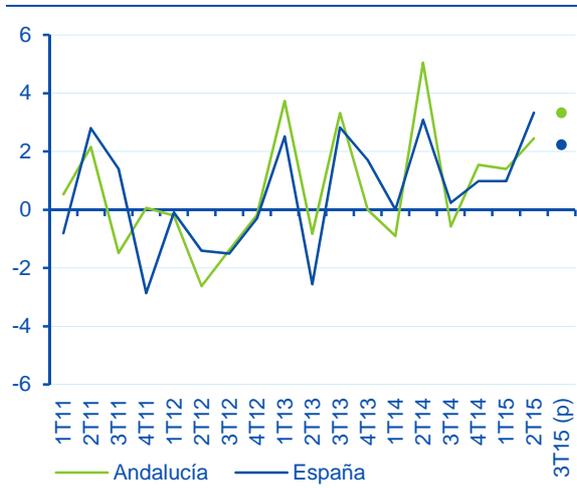
## El turismo continúa logrando récords

La entrada de turistas a Andalucía rozó cifras record durante el primer semestre del año, superando los 8 millones de visitantes, dato que no se observaba desde principios de 2008. Así, en el conjunto de los primeros seis meses del año el número de turistas llegados a la región creció en promedio trimestral un 1% t/t, algo inferior al crecimiento nacional (1,4% t/t). Ello se logró pese a que, en línea con la tendencia que se observa en otros indicadores de actividad, la afluencia de visitantes se mantuvo estable en el segundo trimestre respecto al primero.

Los datos conocidos hasta el mes de agosto, anticipan que en el tercer trimestre el turismo en la región seguirá manteniendo el dinamismo observado en los dos primeros trimestres del año (véase el Gráfico 3.14). En concreto, entre julio y agosto llegaron a Andalucía una media de 1,4 millones de turistas cada mes, un 2% más que la media de turistas llegados entre mayo y junio (CVEC), lo que se ha dejado notar en las cifras de ocupación hotelera, que también están alcanzando récords. De hecho, durante el mes de agosto los establecimientos hoteleros andaluces han rozado el 74% de ocupación, la cifra más alta desde el año 2000.

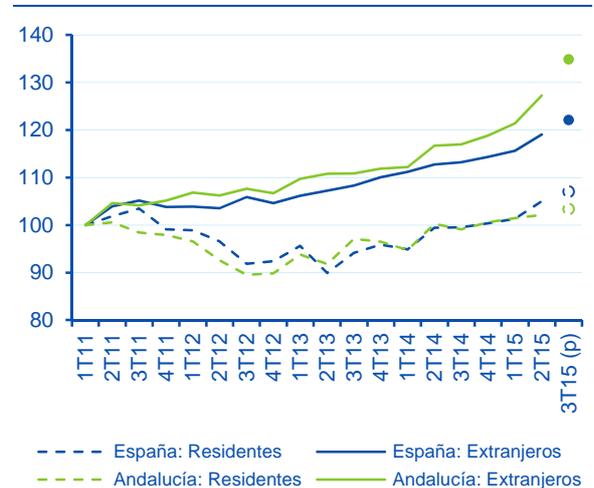
Si bien es cierto que el principal sustento para el turismo de la región desde que comenzase la crisis de 2008 ha sido el turismo extranjero, la mejora en el gasto de las familias se ha traducido también en un ligero incremento de la demanda de servicios turísticos de los residentes en España (véase el Gráfico 3.15). En esta línea, la progresiva dinamización de la demanda interna española, junto con las ganancias de competitividad deberían permitir que el sector turístico continúe contribuyendo a la recuperación de la economía regional en los próximos trimestres.

Gráfico 3.14  
Andalucía y España: entrada de turistas (% t/t, CVEC)



(p): previsión 3T15 incluye julio y agosto.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.15  
Andalucía y España: entrada de turistas nacionales y extranjeros (mar-08=100, CVEC)



(p): previsión 3T15 incluye julio y agosto.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Mejora del empleo favorecido por la oferta de empleo público y la agricultura, pero ambos muestran síntomas de agotamiento

En línea con lo observado en el resto de indicadores de actividad, el mercado laboral evolucionó positivamente en el primer semestre de 2015. En concreto, la Afiliación a la Seguridad Social continuó acelerándose en los dos primeros trimestres de 2015 (véase el Gráfico 3.16). Con todo, sectorialmente se observan oscilaciones relevantes en la afiliación en el sector agrario y el sector público (cada uno de ellos representa un 20% de la afiliación total en esta región). Así, en el primer trimestre, el crecimiento respondió,

en gran medida, al impulso del sector público que contrarrestó la caída del sector agrario por el comportamiento del olivar. En cambio, en el segundo se invirtieron las tornas: el empleo público comenzó a drenar crecimiento a la afiliación, aunque esto se vio más que compensado por la evolución positiva de la agricultura y, en menor medida, de los servicios de comercio y transporte, hostelería y actividades profesionales (véase el Cuadro 3.1).

Una vez conocidos los datos correspondientes al mes de septiembre, la afiliación a la Seguridad Social del conjunto del tercer trimestre refleja, como ya se anticipaba, que el pulso de la economía se desacelera frente a lo observado en el primer semestre. Así, la afiliación a la SS se estancó, con una nueva reducción del empleo público, que no se ha visto compensada por incrementos relevantes en el resto de sectores.

Gráfico 3.16

**Andalucía y España: afiliación a la Seguridad Social excluyendo CNP (% t/t, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Cuadro 3.1

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

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

Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Los datos de la **Encuesta de Población Activa (EPA)** también reflejan una recuperación del empleo en la región en la primera mitad de 2015. Dicho crecimiento (+3,3% respecto al segundo semestre de 2014, CVEC) habría sido, además, superior al del conjunto de España (+1,6 %). La combinación del incremento en el número de ocupados, con la atonía del número de activos (0,1% tanto en Andalucía como en España) dio lugar a que **la tasa de paro se redujera 0,5 p.p. durante el primer trimestre y otros 2,2 p.p. en el segundo trimestre, situándose en el 31,38% (CVEC), la tasa más baja desde finales de 2011** (véase el Gráfico 3.17).

Gráfico 3.17  
Andalucía y España: tasa de paro (% , CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Escenario 2015-2016: menor dinamismo que en el primer semestre de 2015, pero los soportes para el crecimiento regional se mantienen sólidos

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, la mejoría de factores externos y la inercia mostrada por la demanda interna en los últimos meses motivan una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía andaluza. **Se espera un escenario de crecimiento sostenido en el horizonte de previsión, pero los datos del tercer trimestre muestran una desaceleración** frente al fuerte dinamismo del primer semestre. Por tanto, **el crecimiento del PIB de Andalucía en 2015 se revisa en 2 décimas al alza hasta el 3,0% en 2015**, mientras que el escenario hacia delante no presenta cambios relevantes frente a lo comentado hace tres meses, y como consecuencia, **se mantiene la previsión de crecimiento del 2,7% en 2016**. Este ritmo permitiría la **creación neta de cerca de 200 mil empleos en este bienio**, con lo que la tasa paro a finales de 2016 podría reducirse hasta el entorno del 30% desde el 31,4% actual.

**Entre los elementos externos**, la caída en el precio del petróleo, la depreciación del euro, la aceleración de la economía global y, en particular, la europea, continuarán favoreciendo el dinamismo del sector exterior andaluz. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria favorecerá el aumento de la demanda.

**A nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y una política fiscal algo más expansiva** facilitarán el sostén de la demanda interna en próximos trimestres. A título de ejemplo, el adelanto al mes de julio de parte de la reducción del IRPF programado para 2016 supone un incremento de la renta disponible de los hogares en el segundo semestre de 2015 frente a lo esperado previamente, aunque los efectos para el PIB serán marginales.

En cualquier caso, la actividad del segundo semestre de este año se verá ralentizada ya que los impulsos en los factores anteriormente mencionados serán menores. Además, la incertidumbre política podría empezar a incidir en las decisiones de consumo y de inversión, de empresas y familias. Por otro lado, en el entorno exterior la desaceleración de las economías emergentes (en particular, China) se acrecienta, lo que podría frenar el crecimiento de las exportaciones.

### i) Se intensifica la caída en el precio del petróleo

**Si en la publicación anterior ya se anticipaba un escenario favorable para el precio del petróleo, los acontecimientos experimentados a lo largo del verano conducen a una nueva revisión a la baja de éste (véase el Gráfico 3.18). Así, el acuerdo con Irán y, por último, el escaso efecto de las tensiones geopolíticas sobre la producción han empujado nuevamente a la baja al precio del petróleo, ampliando la persistencia del impulso para la economía andaluza. En particular, dada la elevada dependencia energética, una caída del precio del petróleo inducida por un aumento de la oferta provoca un impacto neto positivo sobre la actividad, al aumentar la renta disponible de las familias y reducir los costes de transporte y producción de las empresas, favoreciendo el consumo, la inversión y las exportaciones. En concreto, las estimaciones de BBVA Research apuntan a que la caída de los precios del petróleo podría impulsar la actividad de Andalucía en 1,3 p.p.**

### ii) La política monetaria seguirá siendo expansiva

**La inestabilidad de los mercados financieros causada por el incremento de la incertidumbre política, las dudas sobre cuán sólida es la recuperación de la economía europea y las bajas tasas de inflación permiten que el BCE siga actuando con contundencia.** En particular, el Consejo de Gobierno de la autoridad monetaria comunicó en su última reunión su disposición a flexibilizar, si fuera menester, el programa de compra de activos cuya ampliación anunció en enero<sup>10</sup>, que incorpora valores públicos emitidos por gobiernos, agencias e instituciones europeas<sup>11</sup>. Estas medidas, junto con el mantenimiento del tipo de interés de referencia principal en su mínimo histórico (el 0,05%) y el programa de operaciones focalizadas de refinanciación de largo plazo (TLTRO), **suponen una herramienta de política monetaria adecuada para combatir la baja inflación y mantener en niveles reducidos los tipos de interés a largo plazo** (alrededor del 2,1% en el bienio 2015-2016 para España, 50 p.b. menos que en 2014)<sup>12</sup>.

Más aún, **toda la batería de medidas de estímulo que el BCE ya ha puesto en marcha estaría teniendo un efecto positivo sobre la concesión de nuevo crédito.** De hecho, un incremento de las nuevas operaciones sería compatible con el necesario desapalancamiento de los saldos vivos, si el flujo de salida (las amortizaciones) es superior al de entrada (las nuevas operaciones).

Por último, el proceso de compra de activos contribuye a mantener estables los indicadores de tensiones financieras, que en el pasado han mostrado una alta correlación con el crecimiento de la actividad regional estimado por el modelo MICA-BBVA para Andalucía (véase el Gráfico 3.19). En cualquier caso, **al aumento diferencial de la prima de riesgo española**, en parte causado por la incertidumbre asociada a los procesos electorales, y **la aparición de algunos vientos de cara**, podría afectar a la evolución de la economía en el segundo semestre. Por ejemplo, se percibe un incremento de los riesgos sobre el entorno internacional relevante para la economía andaluza como la revisión a la baja de las expectativas de

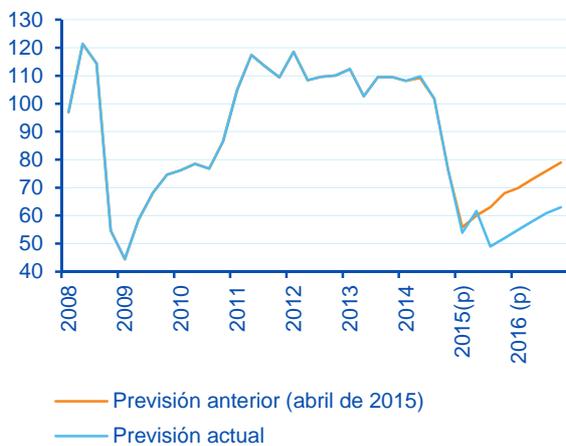
10: Incluye a los programas ya vigentes desde segundo semestre de 2014 (CBPP y ABSPP): compra de valores respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) y de bonos garantizados, que actualmente ascienden a aproximadamente 13.000 millones de euros al mes.

11: En conjunto, el programa supone una inyección de liquidez de, al menos, 1,1 billones de euros (adquisiciones de 60.000 millones de euros mensuales) desde el pasado mes de marzo y, como mínimo, hasta septiembre del 2016 (o hasta que el BCE considere que la inflación ha recuperado una senda acorde con su objetivo, una tasa cercana pero por debajo del 2%). Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 22 de enero de 2015. Disponible en [https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio\\_BCE\\_01151.pdf](https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_BCE_01151.pdf)

12: En el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al 4T14, se estima que acciones como el TLTRO podrían añadir al crecimiento del PIB español entre 0,2 y 0,8 pp, aunque sólo en el corto plazo. Véase: [https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana\\_4T14-web.pdf](https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf)

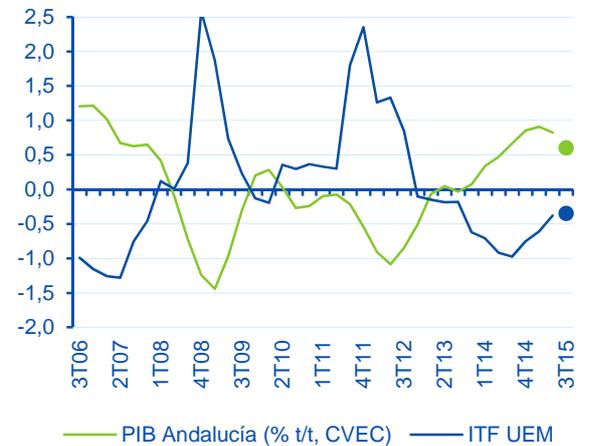
crecimiento tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes (principalmente China); la posibilidad de que esta menor actividad global obligue a retrasar las subidas de tipos de interés en varias economías (especialmente, en EE. UU.); y, consecuentemente, el aumento de la volatilidad tanto en los mercados financieros (a la que también contribuyó la crisis griega). Estos factores se saldan con una menor depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar que la anticipada durante la primavera, un crecimiento algo más débil del previsto en la UEM y el aumento moderado de la prima de riesgo española que, en conjunto, podrían limitar parcialmente el avance de los flujos comerciales y de la inversión. En cualquier caso, **las estimaciones de BBVA Research apuntan a que una depreciación del euro del 10% respecto a su valor en 2014 frente al dólar podría impulsar 0,4 p.p. la economía andaluza en 2015**, al aumentar la competitividad/precio de los bienes y servicios exportados y fomentar el proceso de sustitución de importaciones.

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



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.19  
**Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA y crecimiento del PIB según MICA-Andalucía**



3T15: incluye datos de julio y agosto para ITF y previsión para MICA-Andalucía.  
Fuente: BBVA Research

### iii) El crecimiento de las economías desarrolladas continuará

En lo que respecta al sector exterior, aunque algunos vientos de cola han moderado su impulso (crecimiento mundial, prima de riesgo, tipo de cambio), el entorno continuará apoyando el aumento de las exportaciones. Por ejemplo, aunque se ha revisado moderadamente a la baja la previsión de crecimiento del PIB en la Eurozona, todavía se prevé una aceleración de la actividad hacia incrementos del 2% el siguiente año. Dicho **aumento de medio punto en el crecimiento de la UEM aumentaría prácticamente otro tanto el crecimiento de Andalucía**<sup>13</sup>.

### iv) La demanda interna se mantendrá fuerte

**Desde la publicación del último Situación Andalucía correspondiente al primer semestre del año apenas se han producido cambios en los factores que subyacen al mantenimiento del dinamismo en el consumo y la inversión en la región.** Siguen destacando la ausencia de presiones inflacionistas, **tipos de interés que se mantienen en niveles históricamente bajos, el aumento de la confianza o la mejora en las condiciones de financiación** de empresas, familias y sector público. **A ello habría que sumar los**

13: Para más detalle véase Situación Andalucía. Segundo Semestre 2014. Recuadro 1. ¿Cuál es la sensibilidad de Andalucía al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR. [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/12/Situacion\\_Andalucia\\_2S14-vf.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/12/Situacion_Andalucia_2S14-vf.pdf)

avances en la creación de empleo, el menor precio del petróleo y la reducción del IRPF, lo que ha permitido la recuperación de la **renta disponible** real de las familias. Si bien no se esperan impulsos adicionales, todos estos factores se encuentran en una situación más favorable que hace un año, lo que soporta la fortaleza de la demanda interna.

Respecto a la política fiscal, durante el primer semestre la recuperación de dinamismo de los ingresos permitió a la Junta de Andalucía cierta expansión del gasto, aprovechando la recuperación económica y la reducción de la carga de intereses. En este contexto, y dado que la Junta seguirá beneficiándose de la reducción de la carga de intereses, se espera que **continúe la política fiscal ligeramente expansiva** iniciada en los primeros meses del tercer trimestre del año.

En el sector inmobiliario, tras varios ejercicios de contracción, cabe esperar que el crecimiento económico andaluz contribuya a una **recuperación en la demanda residencial**, fundamentada en la demanda interna y la mejora del empleo.

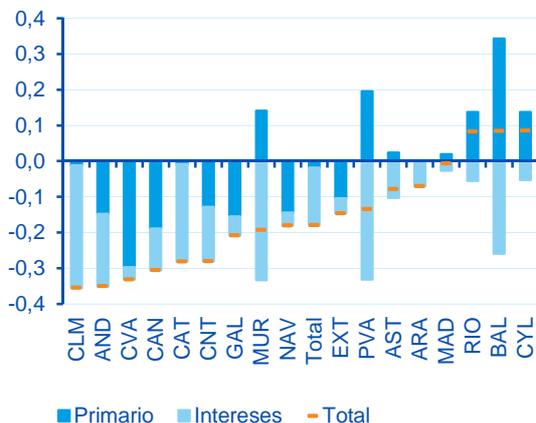
### En suma, todos estos factores traerán un crecimiento del PIB del 3% en 2015 y 2,7% en 2016 respectivamente, propiciando la creación de 200 mil empleos

El dinamismo esperado de la economía generará una progresiva recuperación del mercado laboral y contribuirá a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo<sup>14</sup>.

En conjunto se espera un crecimiento del número de ocupados en torno al 3,7% y 3% anual en el bienio 2015-2016 respectivamente, que se traducirá en la creación de cerca de 200 mil puestos de trabajo en la región, aunque todavía 195 mil empleos por debajo del nivel alcanzado en 2008 (véase el Gráfico 3.21).

Gráfico 3.20

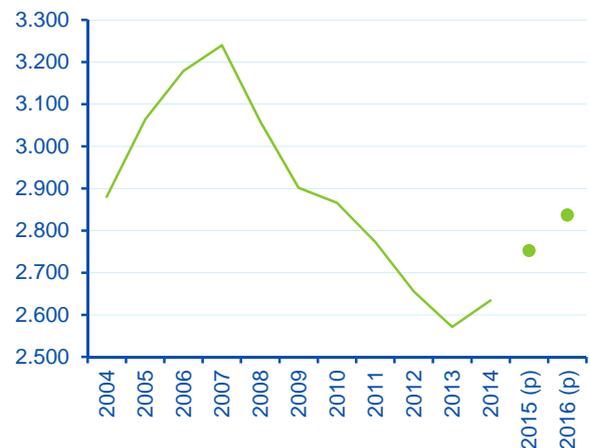
#### CC. AA.: deuda pública y tipo implícito del coste de la deuda



Fuente: BBVA Research a partir de BdE y MINHAP

Gráfico 3.21

#### Andalucía: ocupados EPA (miles)



(p): previsión. Datos fin de periodo.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

14: Una propuesta de reforma del mercado de trabajo español que contribuiría a acelerar la creación de empleo y a reducir la dualidad se puede consultar en el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2015 disponible en [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/02/Situacion-Espana\\_1T15-web\\_vf.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/02/Situacion-Espana_1T15-web_vf.pdf)

## El escenario se mantiene hacia 2016, aunque algunos riesgos se acrecientan

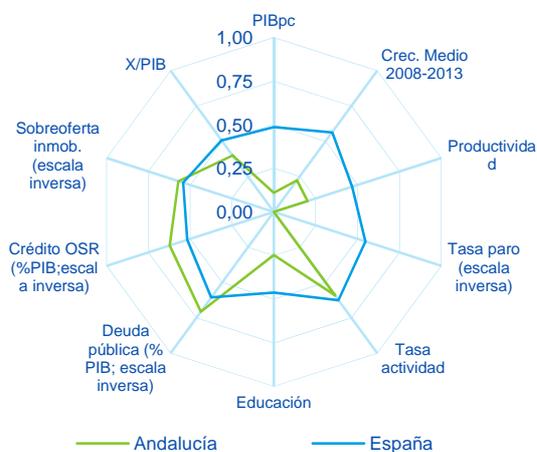
Hacia delante, **el escenario se mantiene respecto al presentado en junio en el anterior Situación Andalucía. Con todo, se observarán efectos diferenciales entre CC. AA. como consecuencia de la distinta capacidad para aprovechar el crecimiento externo** (sobre todo, en la UEM), **por las mejoras en la competitividad de las empresas** (disminución del precio del petróleo, depreciación del tipo de cambio y reducción de tipos de interés) **y por el cambio de signo en las políticas fiscal y monetaria**. En definitiva, la recuperación se mantendrá durante los próximos trimestres si bien a un ritmo algo inferior a lo observado en el primer semestre. **En Andalucía el crecimiento de la demanda interna y sectores clave como el turismo pueden mostrar un comportamiento menos dinámico tras el elevado crecimiento del primer semestre. Por el contrario, existen soportes para que la contracción observada en las exportaciones sea algo temporal y puedan recuperar el pulso**, apoyadas en el menor coste de la energía (beneficioso para el transporte y los costes de producción) y un euro más depreciado que en los trimestres anteriores.

**Respecto a los riesgos, a nivel externo se advierte una mayor incertidumbre asociada a la posibilidad de observar una desaceleración significativa del crecimiento mundial**, principalmente en los países emergentes (China y América Latina) que, de agudizarse, podrían incidir negativamente en la demanda de bienes y servicios andaluces. Dado el peso relativamente pequeño de estos mercados en la demanda externa andaluza, el impacto que se produzca por el canal comercial no será, principalmente, directo, sino indirecto a través de la caída de las exportaciones de los principales países europeos.

**A nivel doméstico, también se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos**. En particular, se prevé que en ausencia de medidas adicionales, **el déficit de las AA. PP. se sitúe en el 4,5% del PIB al cierre del año, sobrepasando así el objetivo de estabilidad**, en parte por el mayor desequilibrio que se espera en las cuentas autonómicas. Aunque la magnitud de la potencial desviación no es elevada, hay que recordar que uno de los principales activos de la economía española durante los últimos años ha sido su capacidad de reducir el déficit público estructural. Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas y, por lo tanto, la confianza de las instituciones europeas, es clave para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior. Asimismo, **el retraso del ajuste en el desequilibrio de las cuentas autonómicas y el elevado nivel de endeudamiento pueden significar un lastre para la recuperación de la demanda interna durante los próximos años**. Si a esta incertidumbre sobre la política fiscal se añaden las dudas que pudieran surgir sobre el resto de las medidas que se implementarán durante los siguientes años, la vulnerabilidad de las economías andaluza y española se incrementaría considerablemente.

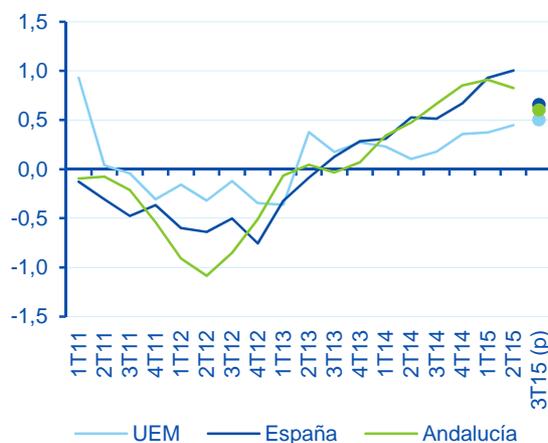
En todo caso, la puesta en marcha de reformas que mejoren el potencial de crecimiento de la economía andaluza continúa siendo urgente, ya que la región enfrenta varios retos estructurales. En particular, precisa reducir la **tasa de paro, aumentar la productividad media del trabajo y mejorar su capital humano** (véase el Gráfico 3.22). Estos factores son claves para que la región pueda converger a niveles de ingreso similares a los que se observan de media en España o (siendo más ambiciosos) a los que correspondientes a la media de las economías más ricas de Europa.

Gráfico 3.22  
**Andalucía: radar de fortalezas estructurales**



1: Mide la distancia relativa al máximo y mínimo regional, normalizados a 1 y 0 respectivamente.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.23  
**Andalucía, España y UEM: crecimiento del PIB (% t/t)**



(p): previsión  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 3.2  
**Crecimiento del PIB por CC. AA. (%)**

Comunidad Autónoma	2011	2012	2013	2014	Previsiones	
					2015(p)	2016(p)
<b>Andalucía</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Aragón	-1,0	-3,8	-0,7	1,7	3,1	2,9
Asturias	-0,7	-3,5	-2,5	0,8	2,6	2,1
Baleares	0,3	-0,5	-0,5	1,9	3,4	3,0
Canarias	-0,4	-1,4	-0,4	2,2	3,4	3,0
Cantabria	-1,7	-1,7	-2,3	1,0	2,5	2,4
Castilla y León	0,2	-3,1	-1,8	1,4	2,7	2,8
Castilla-La Mancha	-0,5	-4,1	-0,9	1,2	3,3	2,9
Cataluña	-1,6	-1,9	-1,2	1,4	3,4	2,5
Extremadura	-0,9	-3,5	-1,0	2,2	3,4	2,9
Galicia	-1,7	-2,3	-0,9	0,5	2,4	2,9
Madrid	0,6	-0,4	-1,6	1,0	3,4	3,1
Murcia	-0,4	-2,1	-1,3	2,0	3,3	2,6
Navarra	0,6	-2,7	-1,1	2,0	3,2	2,8
País Vasco	-0,5	-1,5	-1,8	1,2	2,7	3,0
La Rioja	-1,3	-2,8	-1,4	2,5	3,5	3,2
C. Valenciana	-1,3	-2,9	-0,8	2,1	3,5	2,6
<b>España</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>

Fecha: septiembre de 2015  
Fuente: BBVA Research e INE

## 4 Cuadros

Cuadro 5.1

**Principales indicadores de coyuntura de la economía de Andalucía**

	2014		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, CVEC)		
	Andalucía	España	Andalucía	España	Andalucía	España	Último mes
<b>Ventas Minoristas</b>	0,7%	0,9%	2,6%	3,3%	0,5%	0,8%	ago-15
<b>Matriculaciones</b>	20,8%	18,8%	29,7%	25,4%	5,1%	0,9%	ago-15
<b>IASS</b>	3,3%	2,7%	4,2%	4,0%	0,6%	0,3%	jul-15
<b>Viajeros Residentes (1)</b>	3,9%	5,0%	4,0%	6,3%	-1,5%	0,5%	ago-15
<b>Pernoctaciones Residentes (1)</b>	4,8%	4,1%	4,2%	6,3%	-1,3%	0,9%	ago-15
<b>IPI</b>	2,6%	1,5%	2,6%	3,0%	2,7%	0,6%	jul-15
<b>Visados de Viviendas</b>	-23,1%	1,4%	38,5%	27,3%	-2,3%	-2,8%	jul-15
<b>Transacciones de viviendas</b>	-0,1%	2,6%	8,4%	10,1%	-4,4%	2,2%	jul-15
<b>Exportaciones Reales (2)</b>	5,6%	2,8%	-2,5%	4,3%	26,1%	0,4%	jul-15
<b>Importaciones</b>	-0,2%	7,7%	-5,5%	7,2%	-1,3%	0,3%	jul-15
<b>Viajeros Extranjeros (3)</b>	4,8%	4,6%	9,9%	5,2%	1,8%	0,4%	ago-15
<b>Pernoctaciones Extranjeros (3)</b>	4,3%	2,8%	8,8%	2,8%	1,8%	0,6%	ago-15
<b>Afiliación a la SS</b>	1,9%	1,6%	3%	3,2%	0,0%	0,2%	sep-15
<b>Paro Registrado</b>	-3,5%	-5,6%	-3,3%	-7,4%	-1,1%	0,2%	sep-15

(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 5.2

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

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB real</b>	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Consumo privado	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,7
Consumo público	-0,1	0,2	0,6	0,8	0,8
Formación Bruta de Capital Fijo	-3,5	-2,3	1,2	1,9	3,9
Inventarios (contribución al crecimiento)	-0,7	0,0	-0,1	0,0	0,0
<b>Demanda interna (contribución al crecimiento)</b>	-2,2	-0,7	0,9	1,5	1,9
Exportaciones (bienes y servicios)	2,9	2,1	3,7	4,4	5,1
Importaciones (bienes y servicios)	-0,6	1,3	4,0	4,8	5,6
<b>Demanda externa (contribución al crecimiento)</b>	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Precios</b>					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,3	1,3
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,2
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	-0,5	-0,7	0,8	1,0	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,0	10,4
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,2	-1,8
Deuda (% PIB)	89,1	90,9	91,9	93,2	92,9
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	1,8	2,1	2,6	2,5

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.3

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

Promedio anual, %	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
<b>Estados Unidos</b>	2,3	2,2	2,4	2,5	2,8
<b>Eurozona</b>	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,5	1,9
Francia	0,3	0,7	0,2	1,3	1,7
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
España	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
<b>Reino Unido</b>	0,7	1,7	3,0	2,5	2,3
<b>América Latina *</b>	2,8	2,5	0,8	0,3	1,2
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,7
Brasil	1,8	2,7	0,2	-1,5	0,5
<b>EAGLES **</b>	5,7	5,6	5,2	4,8	5,2
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,0	3,9
<b>Asia-Pacífico</b>	5,7	5,9	5,7	5,7	5,6
Japón	1,8	1,5	-0,1	1,3	1,2
China	7,8	7,7	7,3	6,7	6,2
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,9	5,1
<b>Mundo</b>	3,4	3,4	3,4	3,4	3,8

(p): previsión

\* 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: 31 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.4

**Variables financieras**

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
<b>Estados Unidos</b>	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
<b>Eurozona</b>	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
<b>China</b>	6,00	6,00	5,60	4,60	4,60
<b>Tipo de interés a 10 años (Promedio anual)</b>					
<b>EEUU</b>	1,8	2,3	2,5	2,3	2,6
<b>Alemania</b>	1,6	1,6	1,2	0,6	1,0
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
<b>USD-EUR</b>	0,78	0,75	0,75	0,92	0,91
<b>EUR-USD</b>	1,29	1,33	1,33	1,09	1,10
<b>GBP-USD</b>	1,59	1,56	1,65	1,53	1,65
<b>USD-JPY</b>	79,8	97,5	105,8	123,3	131,7
<b>USD-CNY</b>	6,31	6,20	6,14	6,18	6,22

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.5

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

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Consumo privado	-2,9	-2,3	2,4	3,4	2,5
Consumo público	-3,7	-2,9	0,1	1,3	0,6
Formación Bruta de Capital	-8,3	-3,7	4,2	5,4	6,1
Equipo y Maquinaria	-9,1	5,3	12,2	8,6	7,2
Construcción	-9,3	-9,2	-1,5	5,1	4,8
Vivienda	-9,0	-7,6	-1,8	3,0	7,2
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	-4,3	-2,7	2,2	3,3	2,8
Exportaciones	1,2	4,3	4,2	4,6	6,9
Importaciones	-6,3	-0,5	7,6	5,5	7,5
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	2,2	1,4	-0,8	-0,1	0,0
<b>PIB nominal</b>	-1,9	-0,6	0,9	4,0	4,7
(Miles de millones de euros)	1055,2	1049,2	1058,5	1101,0	1152,4
<b>PIB sin inversión en vivienda</b>	-1,7	-0,9	1,5	3,2	2,6
<b>PIB sin construcción</b>	-1,1	-0,2	1,7	3,0	2,5
<b>Mercado de trabajo</b>					
<b>Empleo, EPA</b>	-4,3	-2,8	1,2	3,2	3,0
Tasa de paro (% población activa)	24,8	26,1	24,4	22,2	20,5
<b>Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)</b>	-4,4	-3,3	1,2	3,0	2,5
Productividad aparente del factor trabajo	2,3	2,0	0,2	0,2	0,2
<b>Precios y costes</b>					
<b>IPC (media anual)</b>	2,4	1,4	-0,2	-0,4	1,2
IPC (fin de periodo)	2,9	0,3	-0,5	0,0	1,6
<b>Deflactor del PIB</b>	0,2	0,7	-0,5	0,8	1,9
Remuneración por asalariado	-0,6	1,7	-0,2	0,8	1,7
<b>Coste laboral unitario</b>	-3,0	-0,3	-0,4	0,7	1,5
<b>Sector exterior</b>					
<b>Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)</b>	-0,3	1,4	0,8	1,3	1,4
<b>Sector público</b>					
<b>Deuda (% PIB)</b>	84,4	92,1	97,7	98,8	98,0
<b>Saldo AA. PP. (% PIB) (*)</b>	-6,6	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
<b>Hogares</b>					
<b>Renta disponible nominal</b>	-3,0	-0,3	1,4	2,8	3,1
<b>Tasa de ahorro (% renta nominal)</b>	11,9	9,7	10,7	9,9	9,8

(\*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fecha cierre de previsiones: 4 de agosto de 2015.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

**Economista Jefe Economías Desarrolladas**

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

*España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com  
+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran  
joseba.barandia@bbva.com  
+34 94 487 67 39

Alba Duchemin  
alba.duchemin@bbva.com  
+34 91 757 52 78

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

Guillermo García  
guillermo.garcia.alonso@bbva.com  
+34 91 757 52 78

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

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

Myriam Montañez  
+34 954 24 74 86  
miriam.montanez@bbva.com

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

Con la colaboración de:

*Escenarios Económicos*  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Europa*  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Sistemas Financieros*  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

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