

# Las exportaciones moderan el crecimiento y frenan el avance en la costa mediterránea

Unidad de España y Portugal

- Los datos más recientes muestran que el crecimiento del PIB se mantiene sólido, pero que se habría desacelerado en todas las comunidades autónomas
- El comportamiento del turismo profundiza la moderación de la actividad en la costa del Mediterráneo y en las comunidades insulares. Además el menor dinamismo en el primer semestre de las exportaciones de bienes y el consumo lastra el crecimiento también en el resto en 2018
- La política fiscal favorece en mayor medida a las comunidades del centro y el oeste
- Las expectativas de mejora de las exportaciones de bienes seguirán impulsando la inversión en bienes de equipo en las regiones del norte, y la inversión residencial favorecerá la actividad en las más densas y costeras
- El foco del crecimiento sigue desplazándose hacia el oeste, y facilita la convergencia en PIB per cápita

## Cambios en el escenario: El comportamiento reciente del turismo profundiza la desaceleración en la costa del Mediterráneo y en las comunidades insulares

El escenario de desaceleración de la economía española<sup>1</sup> (crecimiento del PIB del 2,6 y 2,4% en 2018 y 2019 respectivamente) se plasma en una corrección a la baja en las previsiones sobre el aumento del PIB para todas las comunidades autónomas en 2018, aunque de distinta magnitud. Canarias, Baleares Andalucía, Galicia y Cantabria ven reducida su previsión en cuatro décimas. En las cuatro primeras afecta, de forma relevante, la contracción del turismo. En las peninsulares, se nota también la desaceleración de las exportaciones de bienes. Así, Andalucía se incorpora al grupo de comunidades para las que se espera un menor crecimiento este año, junto a La Rioja y Castilla y León, cuyo avance está siendo algo menos intenso de lo esperado inicialmente (véase el Gráfico 1 y el Cuadro 1).

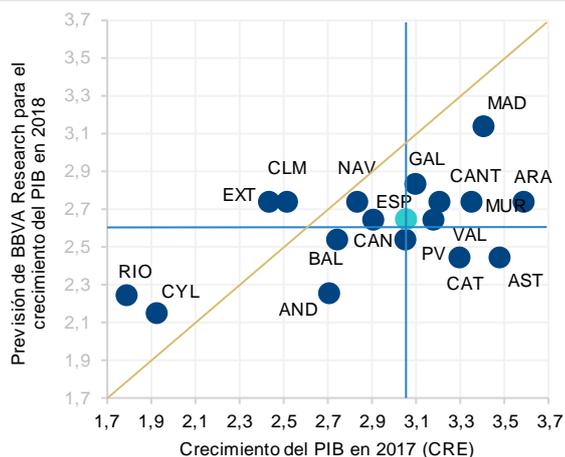
Por el contrario, la revisión a la baja es de apenas una décima en la expectativa de crecimiento para Castilla-La Mancha y Extremadura favorecidas por el repunte del consumo privado posiblemente ligado al impulso fiscal, Cataluña y Madrid (menos afectada por el recorte turístico y del gasto doméstico), que seguirá despuntando como región líder en 2018.

En 2019 las revisiones son menores: aunque de un modo más lento del esperado hace tres meses, el crecimiento continúa desplazándose hacia las comunidades del norte y del noroeste, en detrimento de las Mediterráneas y las insulares. Por un lado, el escenario de mejora exportadora y el avance de la inversión en equipo empujan levemente al alza la previsión de crecimiento de Cantabria en dos décimas, y en una las de La Rioja y Aragón. Las revisiones a la baja, sin embargo, vuelven a centrarse en las comunidades mediterráneas,

1: Para un mayor detalle, véase Situación España, 4º trimestre de 2018, disponible aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-cuarto-trimestre-2018/>

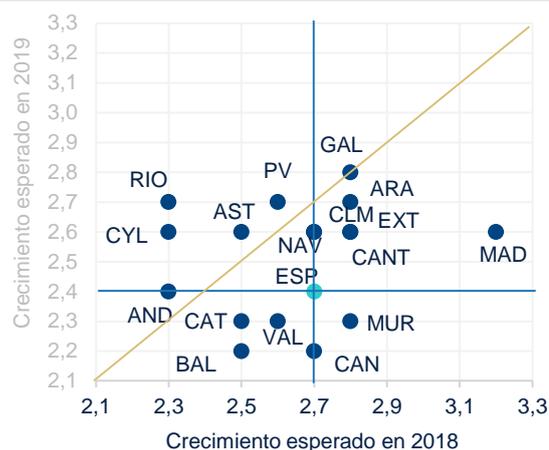
lastradas por el menor dinamismo del turismo y del consumo interno: Comunitat Valenciana (que además suma riesgos en el sector del automóvil o por el *brexit* comparativamente elevados) se revisa en cuatro décimas, mientras que en Murcia, Andalucía y Canarias la revisión es de tres décimas, y en Baleares, de dos (véase el Gráfico 2).

Gráfico 1 Crecimiento del PIB en 2017 y estimación para 2018 (Tasas anuales, CVEC)



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 2 Previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 (Tasas anualizadas, %, CVEC)



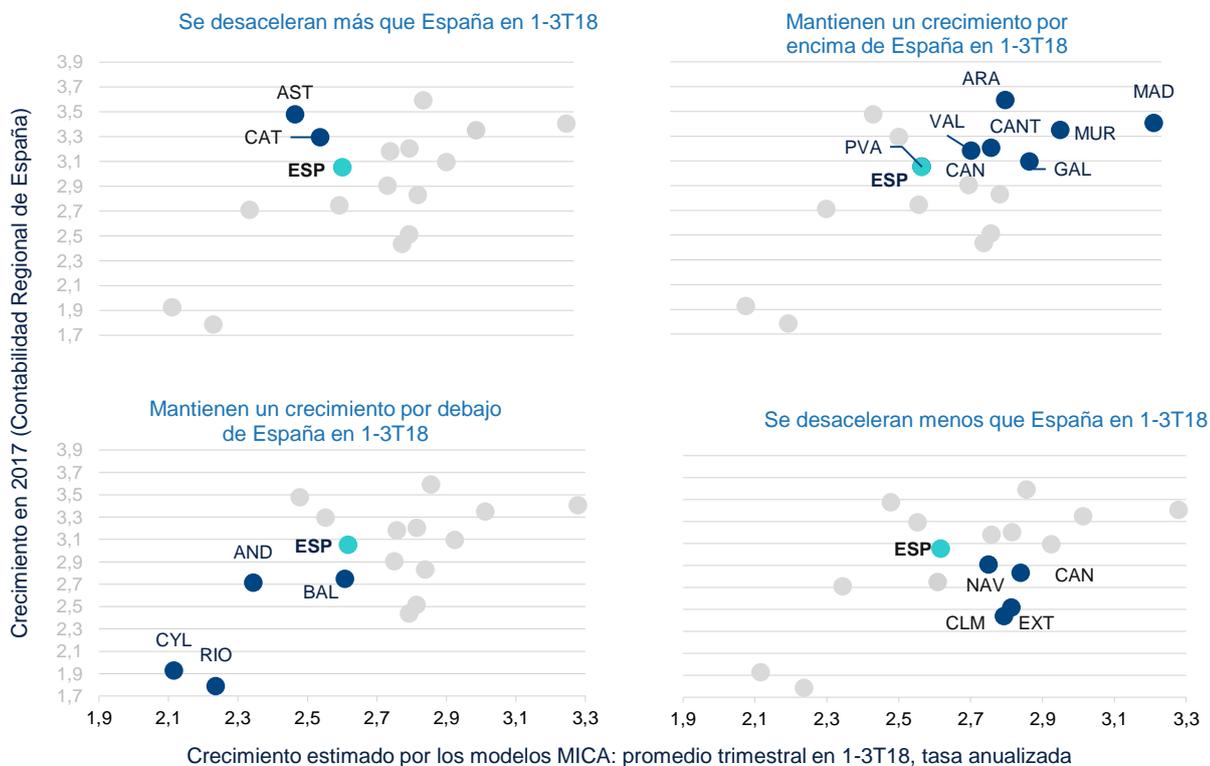
Fuente: BBVA Research

## El PIB continúa creciendo en todas las comunidades, y con más fortaleza en el eje central pero la desaceleración es generalizada en 2018

Los datos más recientes muestran que el crecimiento del PIB se mantiene sólido, pero que se habría desacelerado en todas las comunidades autónomas. En particular, en los primeros nueve meses de 2018, el PIB muestra un comportamiento relativamente favorable en Madrid, Murcia, Galicia, Cantabria o la Comunitat Valenciana (véase el Gráfico 3). En estas regiones, las exportaciones de bienes y el turismo nacional muestran un comportamiento algo mejor que en el conjunto del país. Además, en Navarra, Castilla-La Mancha, Extremadura y Canarias, que crecieron por debajo de la media en 2017, la desaceleración es ahora relativamente menor con respecto al conjunto nacional.

Por el contrario, en el grupo de comunidades con un menor crecimiento de España se mantienen Castilla y León, La Rioja y Andalucía, en las que las exportaciones no repuntan, y Baleares, cuyo turismo se está viendo más afectado por la caída en el número de visitantes. De todos modos, Asturias y Cataluña, como ya se apuntaba en el trimestre anterior, siguen siendo las CC.AA. que más se desaceleran este año. La primera porque, con unas exportaciones que no acaban de recuperarse, su industria y empleo continúan mostrando datos desfavorables. La segunda, porque los acontecimientos del último año se notan ya en la mayoría de indicadores de inversión residencial y de bienes de equipo, en los turísticos y, en menor medida, en los de consumo de bienes duraderos, como ya se anticipaba en el Observatorio Regional 3T18.

Gráfico 3 Crecimiento del PIB en 2017 y en los primeros nueve meses de 2018 (Tasas anualizadas, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research e INE

La desaceleración de la demanda interna que se observó en el primer semestre de 2018 se justifica, en primer lugar, porque los **factores que continúan impulsando al consumo se ven compensados por otros que progresivamente ganan peso, y de corte más estructural, que lo desaceleran**. Por un lado, el bajo coste de financiación del crédito, la rebaja del IRPF, el aumento de las pensiones y la mejora de los salarios en el sector público favorecen un mayor gasto de los hogares. Particularmente, los últimos factores justifican que el crecimiento de éste fuera mayor en Extremadura, Cantabria, Castilla-La Mancha y Canarias, dado el mayor peso del sector público en su PIB regional. Además, la entrada en vigor del nuevo reglamento del WLTP, que ha supuesto un adelantamiento de la demanda de automóviles, impulsó de forma decidida las matriculaciones en 3T18, lo que se nota especialmente en el consumo privado de Madrid y la Comunitat Valenciana<sup>2</sup>. Sin embargo, la incertidumbre aún elevada, la menor creación de empleo, la recuperación del coste de la energía (petróleo) o el agotamiento de la demanda embalsada lastran el crecimiento. Como consecuencia, la desaceleración observada en 1S18 continúa en 3T18 en 11 CCAA, y sólo en Madrid y la Comunitat Valenciana se observa una recuperación reseñable, que en todo caso que se anticipa temporal (véase el Gráfico 4).

## Política fiscal más expansiva que apoya el crecimiento en mayor medida en las CC.AA. del centro y el oeste

La mayoría de las comunidades muestran, a lo largo del 2018, un menor esfuerzo de consolidación en el **gasto en consumo público que el realizado en 2017**, y esto, en general, antes de que aplique en su totalidad el aumento de gasto ligado a la revisión de los sueldos en el sector público. Así, más allá de los efectos generales ligados a la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2018,<sup>3</sup> el tono expansivo se amplía

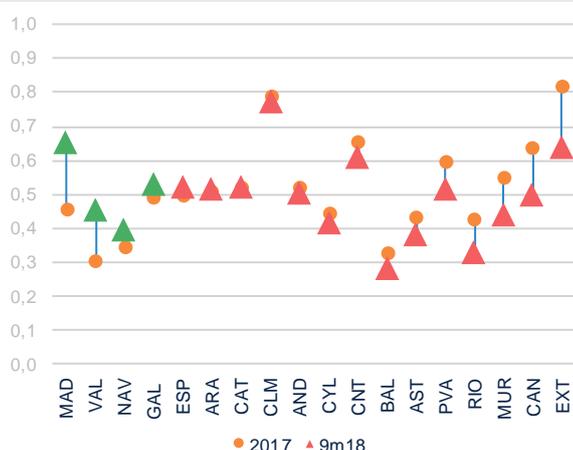
2: Para un mayor detalle, véase BBVA Research, Situación Consumo, primer semestre de 2018 disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/situacion-consumo-primer-semestre-2018/>

3: Véase, al respecto, el Observatorio Regional del 3er trimestre de 2018, de BBVA Research, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/observatorio-regional-espana-tercer-trimestre-2018/>

también a las administraciones territoriales (véase el Gráfico 5). Las excepciones son, en términos de comportamiento del consumo público, Navarra, Murcia y Madrid (que lo contraen algo más que en 2017) y Extremadura, Asturias y Canarias, en las que el esfuerzo se mantiene. **Por el contrario, en Castilla y León, Castilla La Mancha, La Rioja, y Baleares el gasto este año está aumentando por encima de como lo hace el PIB nominal**, lo que en la primera podría dar lugar a dificultades para alcanzar el objetivo de déficit.

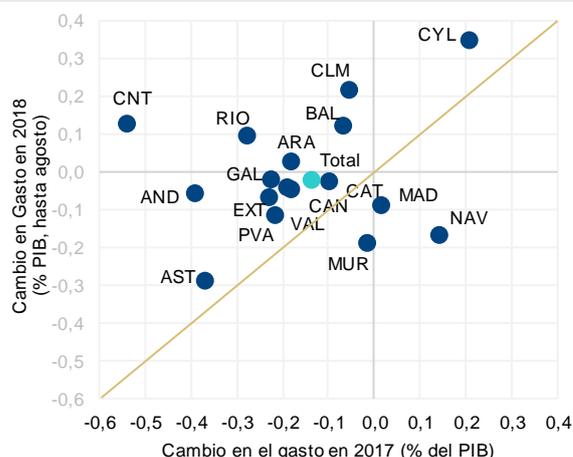
Mientras que el gasto en consumo público autonómico muestra todavía una cierta consolidación, la proximidad de nuevas citas electorales, la necesidad de modernizar algunas infraestructuras tras años de recortes de las inversiones y el margen obtenido tras el proceso de consolidación están **permitiendo un aumento de la inversión pública en casi todas las CC.AA., con especial incidencia en Extremadura y, en menor medida, también en las regiones de eje central y Canarias**, lo que compensa en parte la contracción en el gasto en consumo en estas comunidades.

Gráfico 4 Indicador de consumo de los Hogares, ISCR - BBVA (t/t promedio en el periodo, %, CVEC)



Datos del mes de septiembre completados con previsiones en los indicadores en los que no estaban disponibles en la fecha de cierre de este documento  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, Datacomex, DGT y CORES

Gráfico 5 Variación en el Consumo y la inversión de los gobiernos autonómicos (cambio en p.p. del PIB regional)



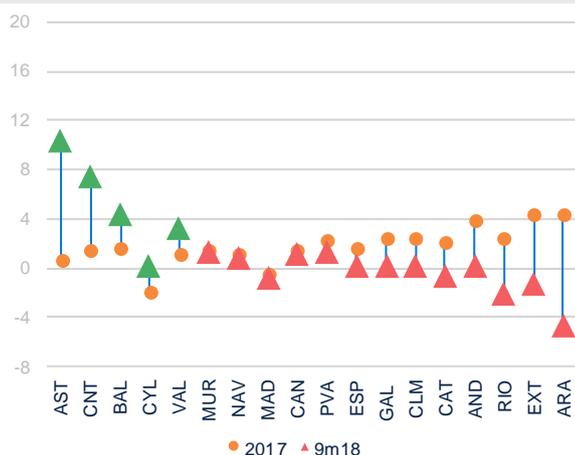
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

## Tras el ajuste de las exportaciones de bienes en 1S18, las exportaciones siguen sin mostrar una clara mejoría

La información conocida para el conjunto del primer semestre mostró que la desaceleración de las exportaciones afectaba a todas las comunidades autónomas. Sólo Castilla y León, Navarra y Valencia mostraban una mínima aceleración. Además, en Cantabria, Murcia y Castilla La Mancha siguieron incrementándose levemente, pese a desacelerarse. Por el contrario, en comunidades donde esta demanda es importante, como Aragón, o Andalucía se observó un freno importante de las mismas, y en todas ellas (como en las 11 restantes), las exportaciones de bienes se redujeron en el primer semestre. Con información hasta agosto, la mejora de los fundamentales para las exportaciones (depreciación del euro, crecimiento en Europa, comercio mundial vigoroso, precio del petróleo que deja de subir) no se habría trasladado a una mejora reseñable en la mayoría de las CCAA, y por tanto, este componente sigue lejos de actuar como un soporte sólido para el conjunto de la economía española. Así, los datos conocidos hasta agosto apuntan a que **hasta el 3T18 las recuperaciones que se puedan observar de las exportaciones se dan en CC.AA. donde estas tienen poco efecto de arrastre sobre su economía** (Baleares, Canarias, o el repunte de Extremadura en el 3T18) o causadas por ventas atípicas (caucho en Cantabria, ventas excepcionales de hierros y aceros laminados en Asturias, véase el Gráfico 6). En todo caso, también se observa un repunte (menor que en las anteriores) en Madrid, País Vasco o la Comunitat Valenciana. Sin embargo en comunidades donde este aspecto también es clave, o bien la

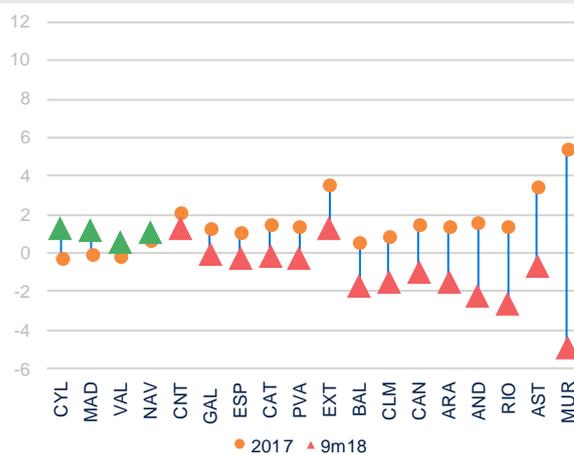
recuperación es mínima (Galicia, Cataluña, Andalucía) o continúan perdiendo tracción, como Castilla y León y Castilla-La Mancha, Navarra, La Rioja y especialmente, Aragón. El retardo en la recuperación de esta variable, por tanto, contribuye a explicar la revisión a la baja de estas últimas CC.AA., en la medida en que, además, arrastra al sector industrial (véase el Gráfico 7).

Gráfico 6 Exportaciones de bienes de bienes, reales (t/t promedio en el periodo, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 7 Índice de Producción Industrial (t/t promedio en el periodo, %, CVEC)



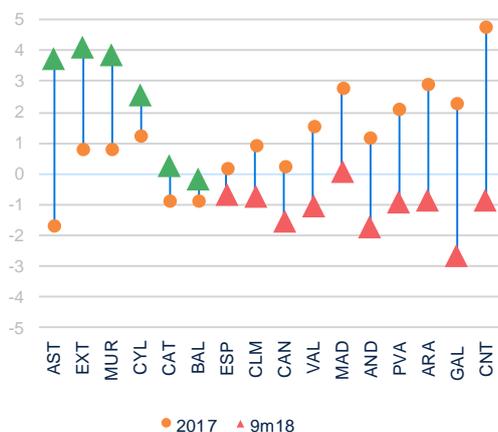
Fuente: BBVA Research

## El turismo pierde vigor en el tercer trimestre, afectando especialmente a las zonas de playa

Las dificultades que se anticipaban en el sector turístico se han materializado en 2018, y se profundizan a medida que avanza el año, impactando especialmente en el Mediterráneo y las comunidades insulares. En los tres primeros trimestres de 2018, esto se traduce en una contracción de las pernoctaciones, a la que contribuyen tanto las de extranjeros (véase el Gráfico 8) como las de los nacionales (véase el Gráfico 9). Además, los datos del 3T18 apuntan a una nueva corrección de las pernoctaciones de extranjeros, también en Cataluña y Baleares, que son las dos únicas CC.AA. con peso del turismo exterior que mostraban un comportamiento algo mejor que en 2017, año en el que fueron las que peor se comportaron. Los cambios externos, como el retorno de turistas hacia mercados competidores (como Turquía, que añade una importante depreciación de la lira, o los de Oriente próximo), el aumento del precio del petróleo, los cambios meteorológicos (mejor tiempo en el norte de Europa, peor en España), la aglomeración excesiva o la pérdida de competitividad por al aumento de precios son aspectos que afectan a la mayoría de las regiones turísticas.

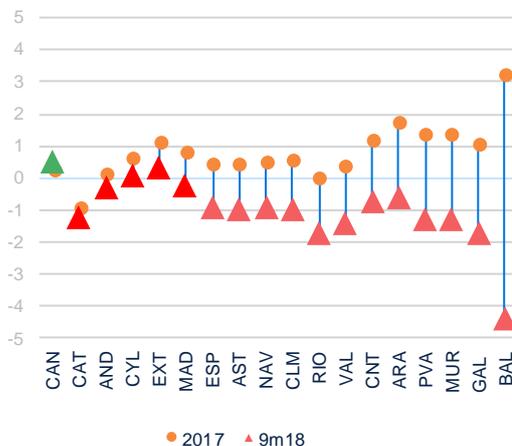
Además, en Cataluña (primer destino del turismo extranjero en España) este sector se ha visto adicionalmente afectado por el freno del principal mercado de origen (el francés) y su reorientación hacia otros destinos más competitivos, además de por la tensión política. Así, Cataluña es la comunidad que muestra una mayor corrección de los precios hoteleros en el último año, y pese a ello, las pernoctaciones continúan cayendo en el 3T18. Pero además este menor dinamismo también afecta al turismo residente en España (véase el Gráfico 9). En definitiva, todas las comunidades se ven afectadas por la caída de las pernoctaciones hoteleras.

Gráfico 8 Pernoctaciones hoteleras de extranjeros (t/t promedio, %, CVEC)



(\*) Navarra y La Rioja no aparecen el gráfico. El crecimiento de las pernoctaciones de extranjeros supera el 30% en ambos casos tanto en 2017 como en enero-septiembre de 2018, pero el bajo peso de este turismo hace que esto no sea relevante a efectos del total de pernoctaciones.  
Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 9 Pernoctaciones hoteleras de residentes en España (t/t promedio, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Los datos más recientes apuntan que el crecimiento, ahora menor, sigue desplazándose hacia el oeste, por la mayor revisión en zonas turísticas

En todas las comunidades autónomas los datos apuntan a un crecimiento en 2018 menor del esperado hace unos meses, con una mayor desaceleración del consumo de los hogares y la corrección de los ingresos por turismo. En Castilla-La Mancha, Extremadura y Cataluña la revisión es meramente técnica (de una décima), ya que el comportamiento de estas economías continúa evolucionando como se esperaba hace tres meses. En el otro extremo, en Baleares, Canarias, Andalucía, Galicia y Cantabria la corrección es de cuatro décimas. El menor dinamismo del turismo en las cuatro primeras, junto con un desempeño todavía débil de las exportaciones y del empleo en las tres segundas justifica esta visión menos favorable. En definitiva, si hace tres meses, al publicar el observatorio Regional del 3er trimestre de 2018, BBVA Research destacaba que el crecimiento se desplazaría hacia el oeste en 2019, por el efecto del impulso fiscal sobre la demanda interna, ahora, este giro se acelera por la pérdida de vigor del sector turístico, que está siendo más rápida de lo anticipado entonces.

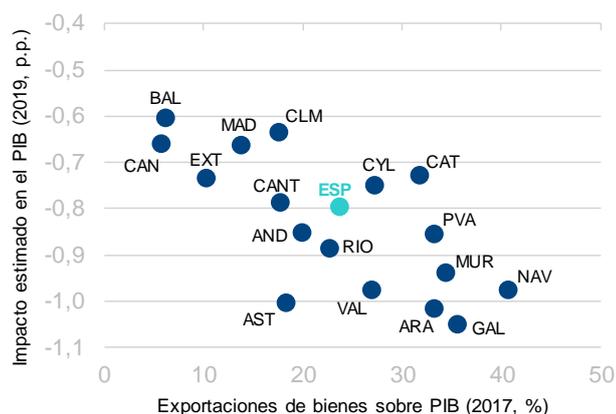
Hacia adelante, sin embargo, se mantienen los argumentos que definen el escenario de 2019. Así, la continuidad de la recuperación a nivel mundial, y el sesgo expansivo de la política monetaria seguirán apoyando el crecimiento de las exportaciones de bienes. De ello se beneficiarán en mayor medida las comunidades más abiertas a este respecto, como Asturias, Galicia, Navarra o País Vasco. Además, el impulso fiscal sigue favoreciendo a las CCAA con un mayor número de beneficiarios del aumento de los salarios públicos y del incremento de las pensiones.<sup>4</sup> Sin embargo, la recuperación de los mercados competidores y un coste más elevado del transporte añaden presión sobre el turismo, que podría continuar desacelerándose en 2019. Ello mermaría el dinamismo de las regiones mediterráneas, su creación de empleo y, como consecuencia, el aumento de su demanda interna.

4: Véase el Observatorio Regional de 3T18, disponible aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/observatorio-regional-espana-tercer-trimestre-2018/>

## Riesgos globales más elevados para las regiones especializadas en turismo y automóvil...

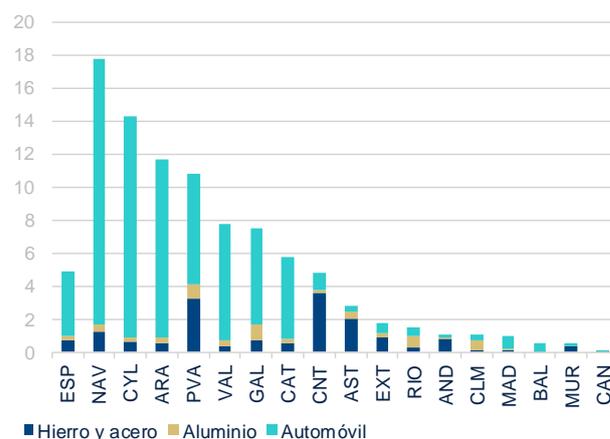
Sin embargo, los riesgos procedentes del entorno global siguen elevados. En primer lugar, aunque ahora la previsión del precio del petróleo no se incrementa adicionalmente, el aumento ya observado contribuye a desacelerar las economías regionales (véase el Gráfico 10). En segundo lugar, como se analizó hace tres meses, el efecto sobre las exportaciones del aumento de las tarifas arancelarias del gobierno de los EE.UU. a los productos europeos, si se reduce a las medidas ya decididas, sería limitado, ya que las exportaciones de hierro y acero a Estados Unidos solo son mínimamente relevantes en el País Vasco y Cantabria, pero este se incrementa de forma relevante en otras, como Navarra, Castilla y León, Aragón, la Comunitat Valenciana, Galicia o Cataluña, si el conflicto aduanero se extiende al sector del automóvil (véase el Gráfico 11). Y en tercer lugar, la incertidumbre sobre el entorno político en la UEM sigue incrementándose, por la tensión entre la Comisión e Italia acerca del presupuesto de este país. Esto podría anticipar un entorno de menor actividad en la UEM para 2019. Además las incertidumbres asociadas al *brexit* suponen un riesgo sobre las exportaciones, que eran un factor clave para la aceleración en las CC.AA. del norte de España, además de la Comunitat Valenciana y Cataluña.

Gráfico 10 Peso de las exportaciones de bienes en el PIB e impacto del aumento esperado del precio del petróleo en el PIB regional



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Datacomex

Gráfico 11 Peso de las exportaciones de los productos que pueden resultar afectados por la guerra comercial (% del PIB regional, 2017, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

## ... y riesgos internos ligados a la incertidumbre, la aprobación de presupuestos, el ciclo electoral y, todavía, Cataluña

A nivel doméstico, los acontecimientos más recientes muestran las dificultades para continuar reduciendo el nivel de incertidumbre (véase el Gráfico 12). Por un lado, en Cataluña, donde la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada, si bien no al nivel de un año antes. Pero también en el conjunto de España, donde las dificultades para la aprobación de los Presupuestos del Estado para 2019, ponen en duda la aplicación de las reformas necesarias para incrementar la productividad o la continuidad del tono expansivo de la política fiscal. Además, la convocatoria electoral en el próximo año podría estar implicando un cierto adelantamiento de gasto público a 2018.

En el ámbito de Cataluña, los efectos de eventos como los atentados terroristas o la tensión relacionada con el entorno político, comienzan a trasladarse a una desaceleración de la economía, que progresivamente va perdiendo su posición de liderazgo en el crecimiento regional. En un documento

reciente<sup>5</sup>, BBVA Research ha estimado que en ausencia de los distintos acontecimientos que afectaron a la economía catalana durante la segunda mitad del 2017 se habrían creado 30 mil empleos más (véase el Gráfico 13). Más allá de estas estimaciones, los distintos indicadores de coyuntura muestran que, excepto en la producción industrial, el diferencial de crecimiento entre Cataluña y España se ha vuelto negativo, especialmente en los aspectos más ligados a la confianza: inversión, tanto en bienes de equipo como residencial, compra de bienes duraderos, y turismo (véase el Gráfico 15).

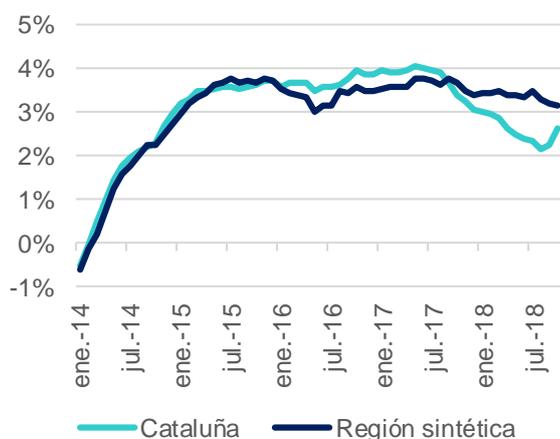
En definitiva, el escenario regional mantiene los rasgos básicos marcados en el trimestre anterior, pero vuelve a desplazar levemente el crecimiento hacia el centro y oeste de España, por las expectativas de desaceleración del turismo y su impacto diferencial sobre el Mediterráneo y Canarias. En todo caso, los riesgos externos, que pueden impactar sobre el comportamiento exportador, son mayores para las comunidades del norte, mientras que los ligados a la incertidumbre de política económica en España podrían afectar en mayor medida a las comunidades del oeste, que son las que se ven más beneficiadas por el impulso fiscal. En este contexto, se espera que el proceso de convergencia regional en PIB per cápita continúe avanzando, con un mayor crecimiento de la renta per cápita las comunidades del oeste de España (véase el Gráfico 14).

Gráfico 12 Incertidumbre de política económica en Cataluña y en España (acumulado del periodo, tasas a/a, %)



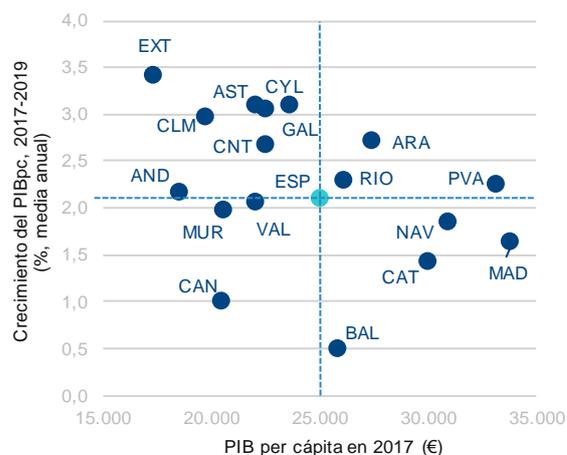
Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

Gráfico 13 Cataluña: afiliación a la Seguridad Social en sectores de mercado y región sintética estimada (a/a, %)



Fuente: BBVA Research

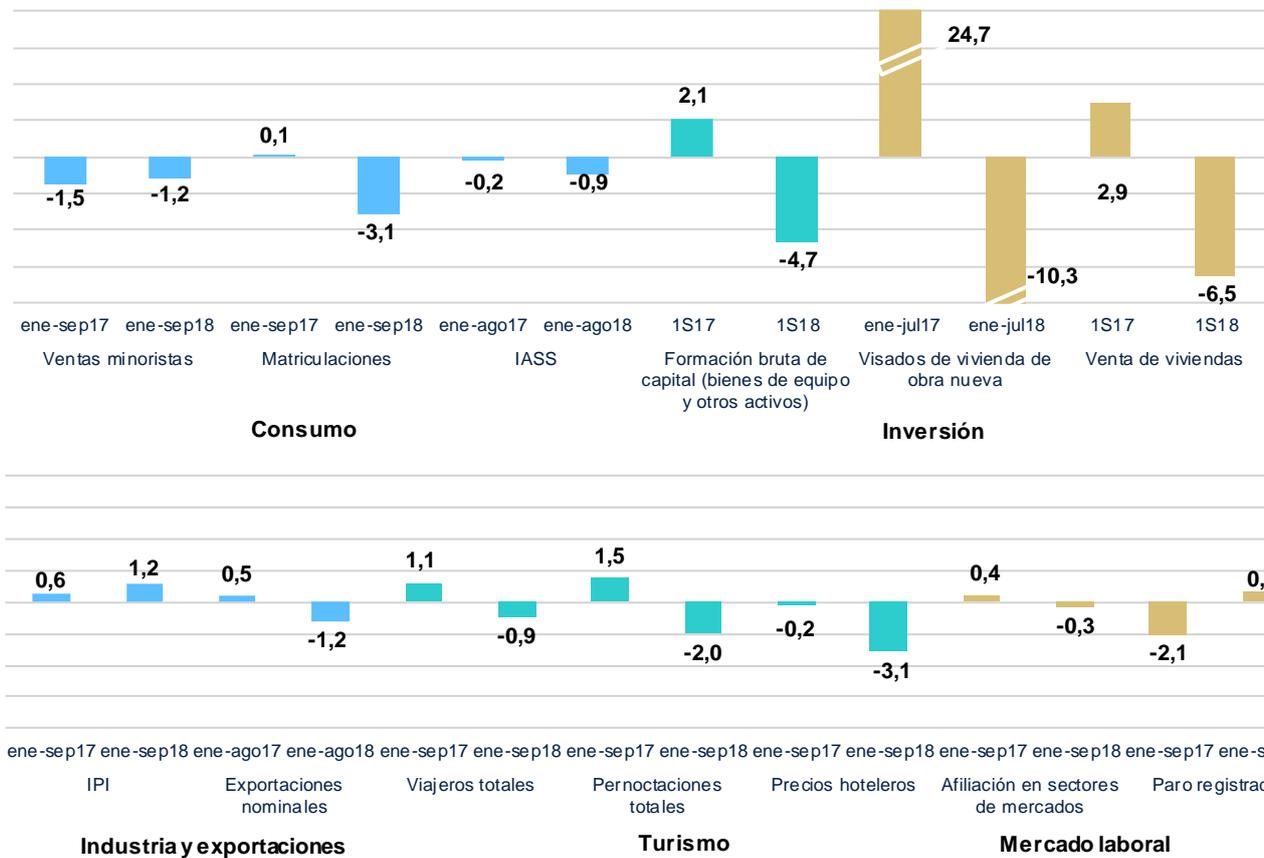
Gráfico 14 PIB per cápita en 2017 y cambio esperado hasta 2019



Fuente: BBVA Research,

5: Para un mayor detalle, véase, El efecto de la incertidumbre en Cataluña: un análisis de control sintético, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-el-efecto-de-la-incertidumbre-en-cataluna-un-analisis-de-control-sintetico/>

Gráfico 15 Principales indicadores coyunturales. Diferencial Catalunya- España en el crecimiento interanual (Acumulado del periodo, tasas a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT, MFOM, Datacomex, Seguridad Social e Idescat

Cuadro 1 Crecimiento del PIB por CCAA

	2015	2016	2017	2018	2019
Andalucía	2,9	2,8	2,7	2,3	2,4
Aragón	1,7	2,7	3,6	2,8	2,7
Asturias	2,5	1,8	3,5	2,5	2,6
Baleares	2,3	3,8	2,7	2,6	2,2
Canarias	2,4	3,0	2,9	2,7	2,2
Cantabria	2,5	2,4	3,2	2,8	2,6
Castilla y León	2,7	3,6	1,9	2,2	2,6
Castilla- La Mancha	3,5	3,5	2,5	2,8	2,6
Cataluña	4,2	3,6	3,3	2,5	2,3
Extremadura	2,5	2,3	2,4	2,8	2,6
Galicia	4,2	3,6	3,1	2,8	2,8
Madrid	3,5	3,6	3,4	3,2	2,6
Murcia	6,2	3,2	3,3	2,8	2,3
Navarra	3,6	3,1	2,8	2,8	2,6
País Vasco	3,8	2,9	3,1	2,6	2,7
La Rioja	2,9	1,0	1,8	2,3	2,7
C. Valenciana	3,3	3,5	3,2	2,7	2,3
<b>España</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>

Fuente: BBVA Research e INE

Cuadro 2 Crecimiento del empleo EPA por CC.AA.

	2015	2016	2017	2018	2019
Andalucía	5,1	2,4	4,1	2,7	2,7
Aragón	4,2	2,3	2,2	1,5	2,0
Asturias	-0,1	2,7	2,4	-0,6	2,1
Baleares	5,6	4,2	1,2	3,4	2,6
Canarias	6,7	3,2	3,4	6,7	3,0
Cantabria	1,0	3,0	0,9	1,5	1,9
Castilla y León	2,0	2,8	0,8	1,0	1,6
Castilla- La Mancha	2,3	3,2	4,0	2,8	2,6
Cataluña	1,5	3,5	2,9	2,3	2,2
Extremadura	0,8	1,9	0,5	3,6	2,7
Galicia	1,9	2,3	1,2	2,2	1,8
Madrid	3,6	0,9	2,5	2,7	2,2
Murcia	-0,1	6,1	3,4	1,8	1,9
Navarra	0,7	1,2	4,2	1,5	1,8
País Vasco	1,4	2,8	0,3	2,1	1,5
La Rioja	1,7	1,7	1,4	2,8	3,5
C. Valenciana	4,0	3,1	3,0	3,3	2,5
<b>España</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>

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 la unidad de España y Portugal

### Economista Principal de España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

#### Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

#### Giancarlo Carta

giancarlo.cart@bbva.com

+34 673 69 41 73

#### Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

#### Leopoldo Duque

leopoldo.duque@bbva.com

#### Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

#### Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

#### Félix Lores

felix.lores@bbva.com

#### Dmitry Petrov

dmitry.petrov.becas@bbva.com

+34915375482

#### Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

#### Jonathan Poveda

jonathan.poveda.becas@bbva.com

+34915375482

#### Salvador Ramallo

salvador.ramallo@bbva.com

+34 91 537 54 77

#### Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

#### Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

#### Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

## BBVA Research

### Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

#### Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

#### Economía Digital

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

#### Escenarios Económicos

Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

#### Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

#### Modelización y Análisis de largo

plazo Global

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

#### Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspenas@bbva.com

#### Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

#### Regulación Digital y Tendencias

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

#### Regulación

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

#### Sistemas Financieros

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

#### España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

#### Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.Karp@bbva.com

#### México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

#### Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

#### Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

#### Asia

Le Xia

le.xia@bbva.com

#### América del Sur

Juan Manuel Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

#### Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

#### Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

#### Perú

Francisco Grippa

fgrippa@bbva.com

#### Venezuela

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

#### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio 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