

Situación Navarra

2019



Índice

1. Editorial.....	3
2. Perspectivas para la economía de Navarra	5
Análisis de la situación económica a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra. Tercer trimestre de 2019	26
3. La dinámica territorial de la renta en España, 1955-2016: Una primera aproximación.....	29
4. Tablas.....	36

Fecha de cierre: 5 de diciembre de 2019

1. Editorial

En 2018, el PIB de Navarra creció un 3,0%¹. Con ello se enlazaron cinco años consecutivos de crecimiento, con un promedio del 2,8% anual, igual a lo observado a nivel nacional. **Hacia delante, se prevé que el PIB regional aumente en un 2,0% en 2019 y en un 1,8% en 2020.** En dicho periodo se espera que se puedan crear unos 11.000 puestos de trabajo, con lo que Navarra se situaría cerca de recuperar su nivel de empleo pre-crisis. Además, se prevé que la tasa de paro se reduzca en 2,2 p.p. en el conjunto del bienio, hasta el 7,6% en promedio durante 2020.

Diversos factores están contribuyendo al menor crecimiento en 2019 y podrían seguir ralentizando el crecimiento de la actividad el año que viene en Navarra. En primer lugar la revisión de la Contabilidad Nacional revela que la economía española avanza con menor vigor de lo previamente asumido. Adicionalmente, la última información disponible apunta a que la actividad económica evoluciona a un ritmo algo inferior al observado a inicios del año. En el primer semestre de 2019 el PIB regional podría haber aumentado en torno al 0,5% trimestral CVEC, tres décimas por debajo de lo observado en la primera mitad del año. También los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra en la oleada del tercer trimestre de 2019 muestran una visión más pesimista (véase el Recuadro 1). En segundo lugar, se observa una mayor desaceleración de la demanda interna, explicada principalmente por la ralentización del gasto en consumo de las familias y que está siendo algo más intensa en la región. En todo caso, lo anterior está siendo atenuado en parte por señales positivas asociadas a la inversión, en particular la productiva, pero también la residencial. **En tercer lugar, la desaceleración de la economía se estaría observando en los datos de afiliación, que muestran además una elevada heterogeneidad comarcal.** La creación de empleo se ralentiza progresivamente, si bien la comarca de Pamplona mantiene un ritmo comparativamente mejor que el resto de comarcas y supera el nivel de empleo pre-crisis. Finalmente, las exportaciones de bienes muestran una aceleración asociada al sector automotriz, principalmente las ventas destinadas a Europa y África. Por su parte, el turismo muestra una aceleración, a pesar de la caída en las visitas de extranjeros y gracias al buen comportamiento de los turistas nacionales.

La incertidumbre sobre la política económica vuelve a aumentar, influenciada en gran medida por un entorno exterior volátil. En primer lugar, parece que las tensiones arancelarias están teniendo un impacto sobre el comercio mundial superior y más prolongado en el tiempo del que se esperaba, a lo que se suma la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la UE. En este contexto, la exposición directa de Navarra al Reino Unido no es especialmente elevada ya que, a pesar de ser su cuarto mercado exterior de bienes, se encuentra a distancia de los tres primeros. Por otra parte, el impacto de posibles medidas arancelarias dependerá de si afecta o no al sector automotriz. La incertidumbre global resultante de estas y otras cuestiones ha traído ajustes significativos en los mercados financieros y en algunas economías más abiertas, lo que podría acercar a Europa a una recesión y moderar la demanda de bienes y servicios navarros. En todo caso, Navarra se beneficia de una contribución positiva de la competitividad coste al crecimiento exportador en los últimos años. Además, las medidas recientemente anunciadas por el Banco Central Europeo podrían aliviar la situación, pero los rendimientos de la política monetaria son decrecientes y se están agotando.

A nivel doméstico, la incertidumbre doméstica podría estar afectando las decisiones de gasto de empresas y familias. La ralentización en el avance del consumo privado podría estar reflejando además otras razones, como algunos cambios estructurales en los patrones de consumo por las tendencias demográficas, por la incertidumbre regulatoria en algunos sectores -como el de automoción o la vivienda- o como consecuencia de cambios tecnológicos. En cuanto a las empresas, más allá del sector automotriz, la inversión podría mostrar un debilitamiento en los próximos trimestres consistente con un entorno de creciente desconfianza. Esto se da al

¹: Por cuestiones de comparabilidad, los datos en el caso de España son los de la Contabilidad Regional (en 2018 el crecimiento del PIB nacional fue del 2,6%), y no incorporan la actualización de la Contabilidad Nacional Anual publicada en septiembre (que lo redujo hasta el 2,4%).

mismo tiempo que se aceleran los salarios, lo que también podría estar detrás de la ralentización en la creación de empleo, y que está afectando más a colectivos y sectores donde la incidencia en el uso de contratos ligados al salario mínimo es mayor o, como parece ser en el caso de Navarra, allá donde comienza a hacerse más evidente la carencia de mano de obra cualificada. Finalmente, la falta de consensos en el Parlamento español supone una fuente más de incertidumbre, precisamente ahora que la vulnerabilidad de la economía va en aumento.

La economía navarra se encuentra mejor preparada que en otros episodios para enfrentar un entorno de menor crecimiento. Los niveles de endeudamiento de empresas y familias se han reducido, el sistema financiero presenta adecuados niveles de liquidez y capitalización, y no se percibe que se hayan generado desequilibrios en algunos sectores o mercados, como el inmobiliario o el laboral. Además, las ganancias de competitividad se mantienen y el cambio hacia una economía más abierta se ha consolidado.

Hay que reforzar estos patrones y proteger a la economía con un plan integral de reformas que ayuden a reducir más rápidamente la brecha existente en empleo y salarios con las regiones más punteras de la UEM. Desde los años 80, partiendo de un nivel de renta por encima de la media española, Navarra ha mantenido relativamente estable unos 25 p.p. de ventaja relativa, como se muestra en el capítulo 3 de esta publicación. Hacia delante, es necesario fomentar una recuperación que acerque Navarra a las regiones más ricas de Europa, y que al mismo tiempo disminuya la desigualdad entre tipos de trabajadores, o entre comarcas. Para ello, resulta clave la atracción de capital humano, el incremento de la inversión en I+D, la disminución de la temporalidad laboral y enfrentar el reto demográfico, que mantenga la población activa.

2. Perspectivas para la economía de Navarra

La economía de Navarra creció en 2018 un 3,0% según el INE, 0,2 p.p. más que el año anterior, frente al 2,4 p.p. de la media de España, según los últimos datos disponibles de la Contabilidad Nacional². Dicha cifra superó en 0,2 p.p. tanto las últimas previsiones de BBVA Research³, como la esperada hace un año, cuando se publicó el anterior número de Situación Navarra⁴. Así, la economía navarra cerró un quinquenio con un crecimiento medio del 2,8% anual.

Para este año y el siguiente se prevé que el crecimiento se modere, hasta un incremento del PIB del 2,0 % en 2019 y 1,8% en 2020. Ello permitiría crear unos 7.000 empleos en el conjunto de 2019 y otros 4.000 en 2020 y reducir la tasa de paro en el bienio en 2,5 p.p., hasta el 7,6% en 2020. Los factores que explican este comportamiento son, en lo que respecta a la demanda interna, un mayor dinamismo del consumo privado más acorde con la evolución de sus fundamentales y, en la externa, un comportamiento menos vigoroso tanto de las exportaciones de bienes como del turismo, tanto extranjero como del resto de España. Ello está en línea con el aumento de la demanda interna española menor del esperado hace unos trimestres, especialmente en lo relativo al gasto de los hogares y la inversión. Además, el contexto externo continúa débil. La menor demanda europea, junto a la incertidumbre ligada al *brexit* y a las tensiones comerciales, podrían limitar el ritmo de avance de las exportaciones de bienes y servicios turísticos. En todo caso, **el incremento de la actividad en el periodo 2018-2020 permitirá aumentar el PIB per cápita un 1,5% anual, tanto como la media nacional, y Navarra prácticamente habrá recuperado el nivel promedio de empleo previo a la crisis (en 2020 estará a 0,5 p.p. del nivel de 2008, pero con la tasa de paro 0,8 p.p. por encima).**

El crecimiento del PIB de 2018 superó al de España, gracias a un mayor impulso del sector industrial

El crecimiento del PIB regional de 2018 (+3,0%) superó en 0,2 p.p. al del año anterior, al previsto en el anterior número de esta publicación y a la última previsión de BBVA Research de febrero de este año, antes de la publicación del dato por el INE. Así, se encadenaron cinco años seguidos de aumento de la actividad económica, y a un ritmo promedio similar al de España. Por el lado de la demanda, la aceleración del año pasado se debió a una evolución favorable del consumo, tanto público como privado, al dinamismo de la inversión y al del comercio exterior regional, especialmente de bienes.

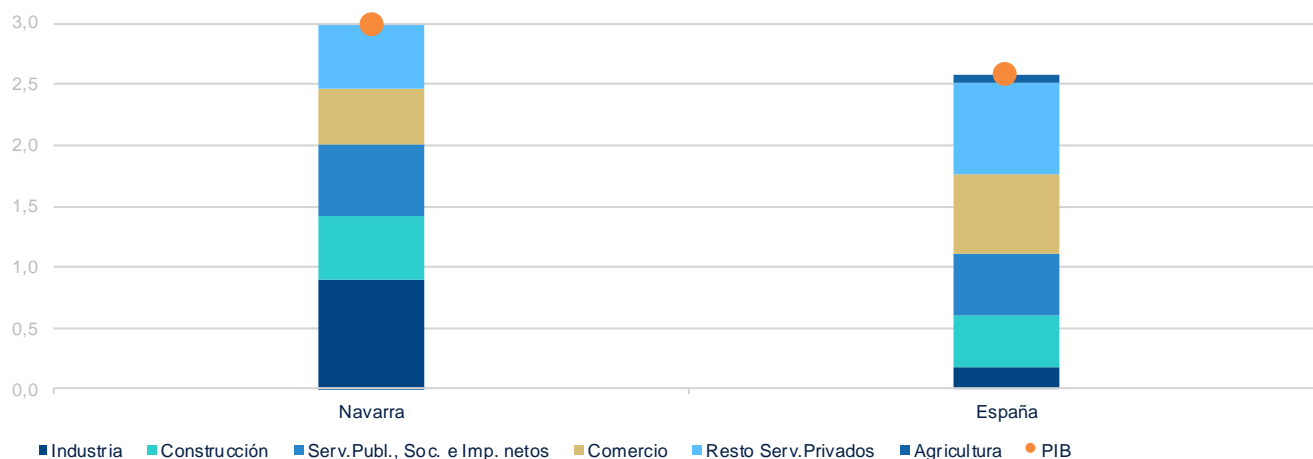
Por el lado de la oferta, en 2018 la mejora del sector industrial navarro aportó casi un punto porcentual al aumento del PIB regional, 0,7 p.p. más que en España, lo cual supera el diferencial de crecimiento entre ambas economías. El Valor Añadido Bruto en la industria se incrementó en un 3,0% a/a (0,9% en España), siendo además su peso en el PIB 12 p.p. superior al del conjunto nacional. En el resto de sectores, el mayor impulso de la construcción y los servicios públicos en Navarra se trasladó a una aportación mayor de dichos sectores, que se vio compensada por la de los servicios privados y la agricultura a nivel nacional (véase el Gráfico 2.1).

2: El 30 de abril de 2019 el INE publicó la primera estimación del crecimiento de las CC.AA. según la Contabilidad Regional de España de 2018, consistentes con un crecimiento del 2,6% para España. Véase <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4214/cntr0119a.pdf>. Sin embargo, aún no se dispone, a nivel de CCAA, de los datos regionales consistentes con los últimos datos revisados de la Contabilidad Nacional Anual de España, que el INE publicó el 16 de septiembre de 2019, con un crecimiento del 2,4% para España. Véase: http://www.ine.es/prensa/cna_pa_2018.pdf. Los nuevos datos revisados y consistentes con lo anterior, se publicarán en la Contabilidad Regional de España, en diciembre.

3: Véase la comparativa con las previsiones de febrero aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-crecimiento-del-pib-regional-de-2018>

4: Disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/situacion-navarra-2018>

Gráfico 2.1. **CRECIMIENTO DEL PIB EN 2018 Y CONTRIBUCIONES SECTORIALES (% A/A Y P.P.)**(*)



(*) Por cuestiones de comparabilidad los datos para España son los de la Contabilidad Regional, y no incorporan la actualización de la Contabilidad Nacional Anual publicada en septiembre.

Fuente: BBVA Research a partir de INE, Contabilidad Regional de España.

El crecimiento se modera en lo que va de 2019

Los datos de actividad y expectativas de 2019 apuntan a un crecimiento del PIB en Navarra menor que el del año anterior: el modelo MICA-BBVA⁵ estima que el aumento del PIB de la comunidad foral podría haberse situado en torno al 0,5% t/t en el primer semestre de este año, y que podría ser del 0,4% t/t promedio en el segundo semestre de 2019, ligeramente superior a lo esperado para el conjunto de España (véase el Gráfico 2.2). Dicha tendencia a un menor crecimiento se observa en el Índice de Actividad del Sector Servicios (IASS), que muestra caídas inter-trimestrales en los trimestres centrales del año, así como en el VAB industrial que publica en su Contabilidad Trimestral regional el Instituto Navarro de Estadística: tras un aumento del 2,0% el año pasado⁶, apunta a una mejora interanual del 1,4% en la primera mitad del año⁷.

A pesar de que el saldo neto de respuestas para el trimestre corriente sea positivo, las expectativas para el último trimestre del año se ubican en territorio negativo, según la Encuesta BBVA de Actividad Económica, como ya sucedió en el primer trimestre del año. De hecho, 1T18 fue el último trimestre en el que el saldo neto de respuestas fue positivo simultáneamente, tanto para el trimestre corriente como para el siguiente (véase el Gráfico 2.3). Ello sería congruente con una moderación del crecimiento desde entonces, y en un contexto de alta incertidumbre.

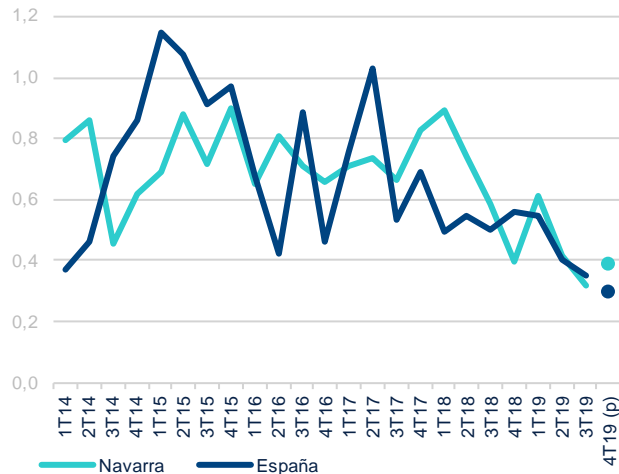
5: Véase MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting disponible aquí:

<https://www.bbva.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

6: La CRE mostró un 3,0% a/a de aumento del VAB industrial en Navarra en 2018. No obstante, se podrían producir cambios cuando se revisen dichos datos por parte del INE, este mes.

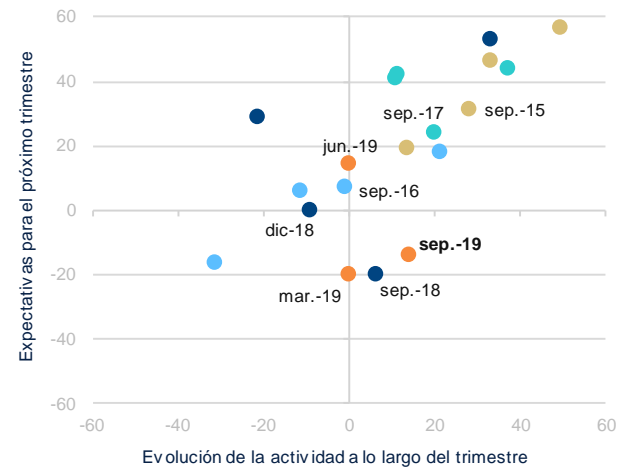
7: Ello contrasta con el dinamismo del Índice de Producción Industrial (IPI), que muestra una aceleración en Navarra en 2019 (+7,5% a/a este año, frente a 0,1% a/a en 2018). Y ello, gracias al componente energético (+46,1%a/a) y al de bienes de equipo (+10,8% a/a).

Gráfico 2.2. **CRECIMIENTO DEL PIB SEGÚN LOS MODELOS MICA-BBVA (T/T, %, CVEC)**



(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.3. **NAVARRA: ACTIVIDAD Y PERSPECTIVAS SEGÚN LA ENCUESTA BBVA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (% SALDO DE RESPUESTAS EXTREMAS)**



Fuente: BBVA

El consumo privado en Navarra continúa moderando su crecimiento

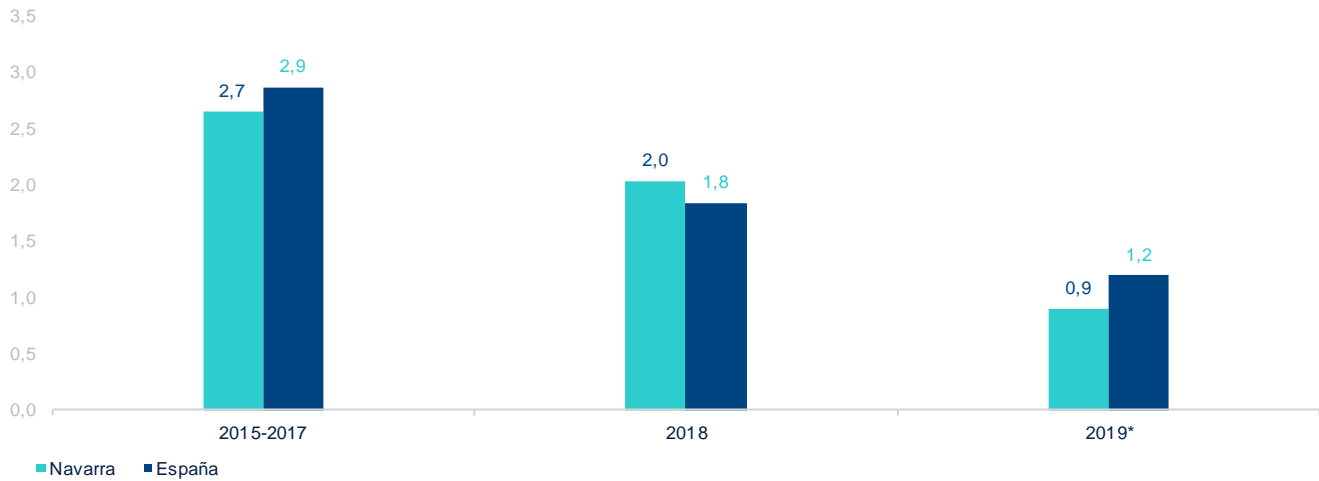
El gasto en consumo de las familias navarras moderó su dinamismo en 2018 y continúa haciéndolo en lo que va de 2019. Un precio del petróleo relativamente barato, el mantenimiento de los tipos de interés en valores históricamente bajos y el aumento de la renta disponible de las familias debido al incremento del empleo impulsaron el consumo privado en los últimos años. No obstante, el progresivo agotamiento de los vientos de cola y de la demanda embalsada durante la crisis dieron lugar a que este año creciera menos que en 2018, en el que ya aumentó menos que en el trienio anterior.

Tras continuar desacelerándose en el primer semestre del año, el crecimiento del consumo privado apuntaría a una cierta recuperación en la segunda mitad de 2019. Aún así, el incremento medio del Indicador Sintético de Consumo Regional (ISCR-BBVA⁸) se ubica por debajo del 1,0% a/a en el acumulado del año, el menor desde 2013, y tres décimas por debajo del aumento observado en el promedio nacional (véase el Gráfico 2.4).

Esa evolución se puede observar en algunos de los principales indicadores parciales para el seguimiento del consumo doméstico (véase el Cuadro 2.5). Así, las matriculaciones en Navarra evolucionarían de menos a más en el segundo semestre del año (+4,2% t/t CVEC en 2S19, frente al -5,2% de la primera mitad del año); y también las importaciones de bienes de consumo, que aumentan +6,7% t/t CVEC en 3T19, tras dos trimestres de caídas. Sin embargo, tanto las ventas minoristas como el Índice de Actividad del Sector Servicios (IAS) se debilitaron en el tercer trimestre del año, respecto al año anterior y a la primera mitad de este (véase el Gráfico 2.5).

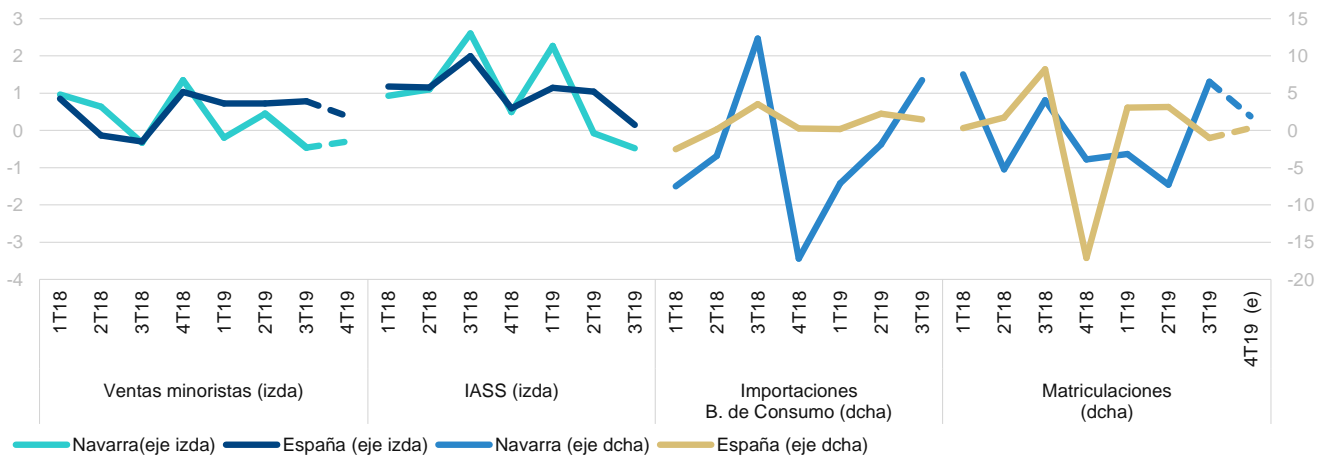
8: El indicador sintético de consumo está construido a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles a nivel regional: ventas minoristas, matriculaciones de vehículos, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo, carburantes y consumo interno nacional.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

Gráfico 2.4. **INDICADOR SINTÉTICO DE CONSUMO REGIONALIZADO ISCR (% A/A, CVEC)**



* Estimación para el conjunto del año a partir de la última información disponible.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.5. **CRECIMIENTO OBSERVADO Y PREVISIONES DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO (% T/T, CVEC)**



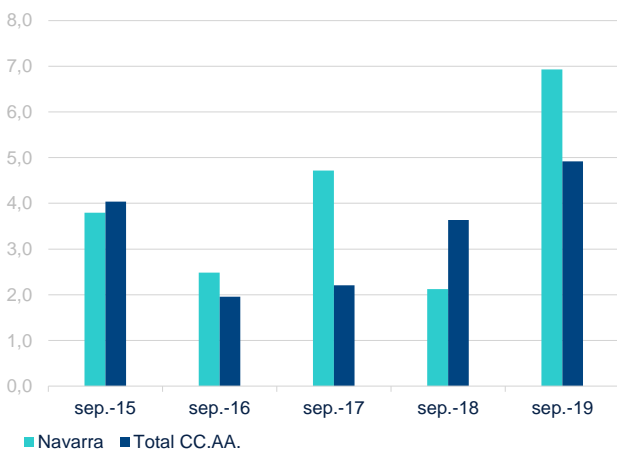
(e) Estimación con la última información disponible.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cumplidos los objetivos de estabilidad en 2018, Navarra mantiene este año un fuerte ritmo de expansión del gasto público autonómico

La información del cierre de 2018 vino a confirmar que el Gobierno de Navarra habría aprovechado el dinamismo de sus ingresos para intensificar la senda creciente del gasto público (especialmente, de la inversión). Así, Navarra cerró 2018 con un superávit del 0,5% del PIB (véase el Gráfico 2.29, en la sección de perspectivas), cumpliendo además con todas sus metas fiscales: objetivo de estabilidad (-0,4% del PIB), regla de gasto (2,4% a/a vs 2,0% a/a) y límite de deuda (17,7% del PIB vs 16,8%).

Tras la contención observada durante 2018, los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta septiembre de 2019 apuntan a que el Gobierno de Navarra habría dado un nuevo empuje al gasto en consumo final nominal, que estaría creciendo a tasas del 6,9% a/a, muy por encima de la media autonómica. Por el contrario, Navarra habría vuelto a contener el ritmo de avance de la inversión pública algo más que lo observado en el conjunto de comunidades autónomas (véanse los Gráficos 2.6 y 2.7).

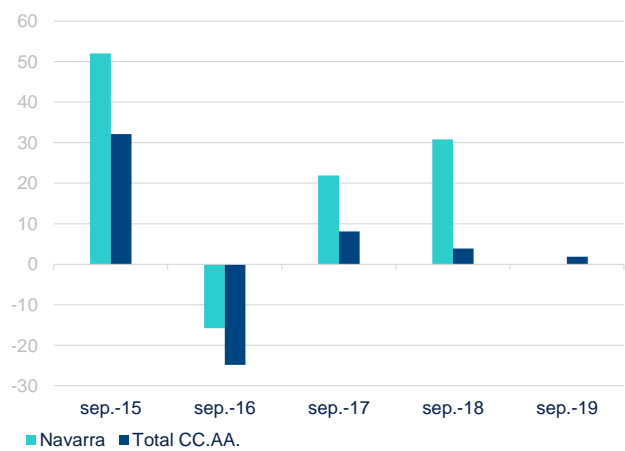
Gráfico 2.6. **CC.AA. Y GOBIERNO DE NAVARRA: GASTO EN CONSUMO FINAL NOMINAL*** (ACUMULADO AL MES T DEL AÑO, %, A/A)



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

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

Gráfico 2.7. **CC.AA. Y GOBIERNO DE NAVARRA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL NOMINAL** (ACUMULADO AL MES T DEL AÑO, %, A/A)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

En 2019, los datos de ejecución presupuestaria apuntan a que el Gobierno de Navarra estaría mejorando el desempeño del año anterior. El aumento de los ingresos tributarios estaría favoreciendo, además, una política más expansiva con el gasto autonómico.

La licitación modera el crecimiento en lo que va de 2019, tras dos años de avances relevantes

La licitación de obra pública en Navarra creció un 85,3% en 2018, un avance superior a la media nacional (+31,1%), pero inferior al de 2017 (+225,5%). En términos de PIB, la licitación en la región alcanzó el 2,2% en 2018, por encima del promedio nacional (1,4%), como ya ocurrió el ejercicio anterior. A lo largo de 2018 el importe de la licitación para obra civil mostró un mejor desempeño que el de la destinada a edificación. Así, la cuantía destinada a obra civil creció en Navarra un 118,7% respecto a 2017, muy por encima de como lo hizo en el conjunto de España (+20,8%), pero por debajo del aumento extraordinario de 2017 (275,2%). Por su parte, el presupuesto destinado a edificación experimentó un avance del 26,1%, algo menos de lo que creció en España (36,8%).

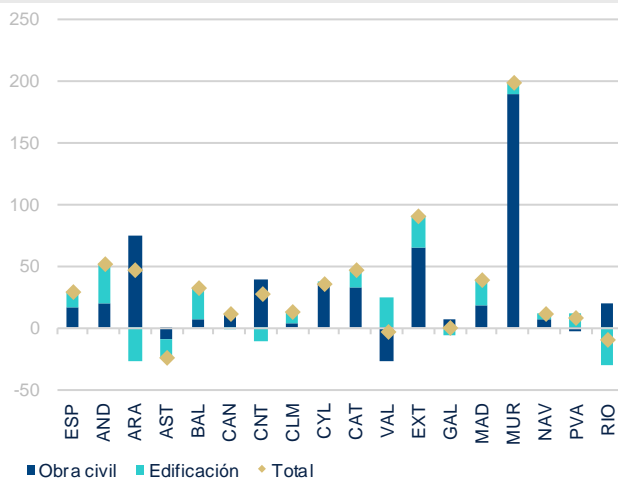
El detalle por tipo de obras de 2018 muestra tres partidas destacadas: carreteras, obras hidráulicas y obras de urbanización. La construcción y mejora de la red de carreteras de la región aglutinó el mayor volumen de licitaciones (26,4% del total). La segunda partida más relevante, las obras hidráulicas, concentraron poco más de una quinta parte del total licitado, en particular las relacionadas con redes de abastecimiento y colectores. Y en tercer lugar, las obras de urbanización concentraron el 15,4% del total licitado en Navarra en 2018.

En el reparto del esfuerzo por organismos financiadores, los Entes Territoriales fueron los principales impulsores del incremento de la licitación en 2018, con un aumento del 106,0%, mientras que las aportaciones del Estado a la obra pública navarra aumentaron un 48,3% respecto a 2017. De este modo, el peso del Estado en la licitación en la región se redujo en 7,2 p.p., hasta el 28,7%, aunque se mantuvo por encima del promedio de los últimos 14 años anteriores (12,7%).

Los datos conocidos correspondientes a 2019 muestran un nuevo aumento de la licitación de obra pública, pero más moderado que en los dos ejercicios previos. En los nueve primeros meses de este año el importe licitado para obras en Navarra aumentó un 11,6% interanual (España, +29,5%), como muestra el Gráfico 2.8. Por segmentos, el crecimiento fue mayor en la edificación (18,3%) que en la obra civil (9,0%), pero en ambos casos fueron menos vigorosos que los registrados en el conjunto del país. Por tipo de obra, en los primeros seis meses de 2019 (periodo para el que se detalla la desagregación) la partida más destacada fue destinada a la construcción y mejora de las carreteras, que aglutinó el 64,2%. La siguiente partida más relevante, las obras de urbanización, concentraron menos de una décima parte de lo licitado en el 1S19.

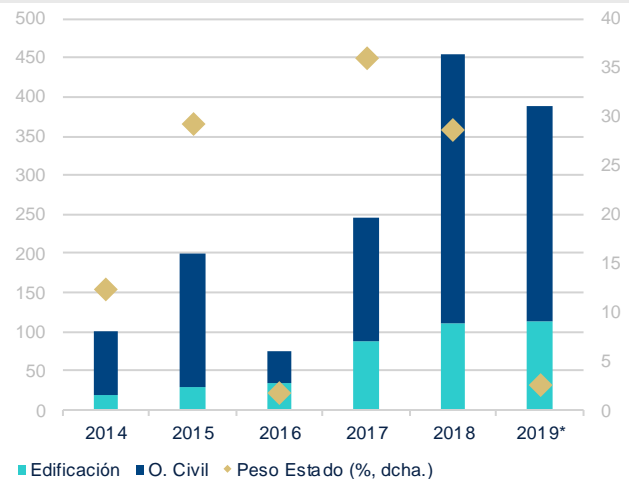
Los Entes Territoriales siguen siendo los impulsores del aumento de licitación en Navarra en los nueve primeros meses de 2019, con un incremento del 73,4% respecto al mismo periodo de 2018. Por el contrario, la licitación del Estado se redujo un 92,4% minorando su peso en la licitación total de la región hasta el 2,5%, la menor de los últimos cuatro ejercicios (véase el Gráfico 2.9).

Gráfico 2.8. LICITACIÓN DE OBRA PÚBLICA POR TIPO DE OBRA: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL ENTRE ENERO Y AGOSTO DE 2019 (P.P.)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.9. NAVARRA: PRESUPUESTO DE LICITACIÓN Y PESO DE LA LICITACIÓN ESTATAL SOBRE EL TOTAL (MILLONES DE € Y %, A/A)



* Acumulado enero-septiembre 2019.

Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

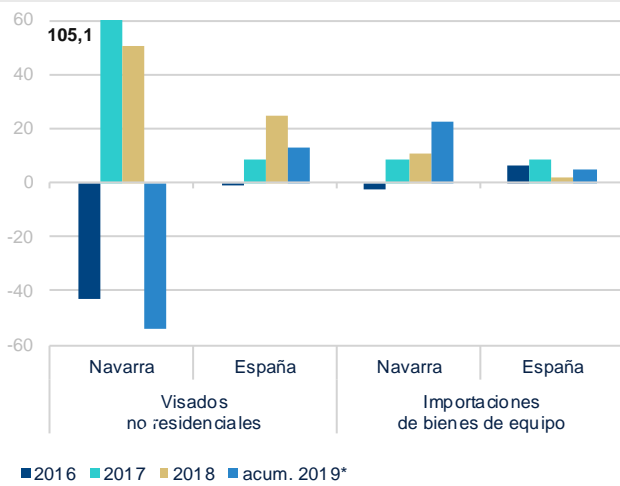
La importación de bienes de equipo se acelera hasta septiembre, mientras que los visados no residenciales caen

Los indicadores de inversión productiva dan señales mixtas en lo que va de año, tras una evolución positiva en 2018. Con datos hasta septiembre de 2019, las importaciones de bienes de equipo se aceleran hasta un 22,3% a/a, tras crecer un 10,8% el año anterior, asegurando que se cumpla un trienio de crecimiento de las mismas. Durante los últimos 12 meses, las compras en el exterior de bienes de equipo superaron los 1.320 M€ lo que supone un récord histórico en términos nominales. Esta cifra, equivalente al 6,4% del PIB regional (1,6 p.p. por encima de la media de España), se produce en un contexto de alta incertidumbre política y comercial.

Sin embargo, entre enero y septiembre de 2019 los datos muestran un retroceso de la superficie visada respecto al año precedente (-15,3%), frente a un avance del 4,1% promedio en España. Ello, tras un aumento del 50,2% a/a del año anterior en Navarra, que prácticamente duplicó el observado en España. El descenso de este año se debe a la caída de visados para edificios dirigidos a la actividad agraria y ganadera, así como a los usos que provocaron el incremento del año pasado: edificaciones destinadas a oficinas y a uso turístico y de recreo. En todo caso, los 81 mil metros cuadrados visados en 2018, son algo menos de una cuarta parte de lo visado al inicio de la crisis, en 2008.

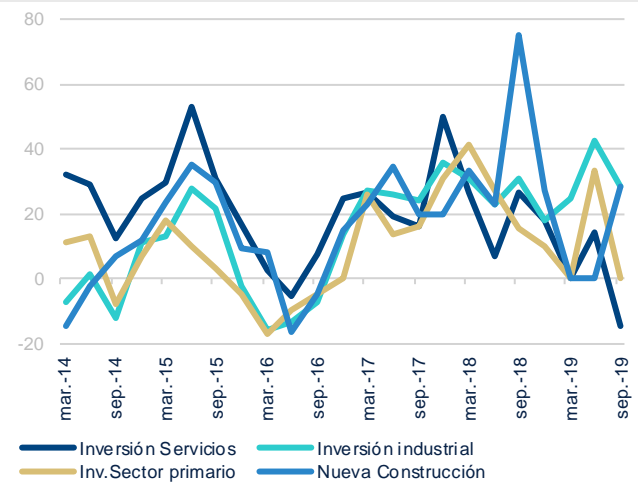
De modo más cualitativo, los resultados de la oleada de 3T19 de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra muestran unas expectativas respecto a la inversión por debajo de las de hace un año, salvo en el caso de la industria, en el que prácticamente se mantienen los resultados. Así, el saldo neto de respuestas extremas es negativo en el sector servicios tras 12 trimestres en positivo, que son los que ha cumplido el saldo neto de industria en positivo. Sólo la nueva construcción mejora en términos inter-trimestrales⁹. Ello sería consistente con un crecimiento menor de la economía navarra este año que en 2018, en un contexto de elevada incertidumbre (véanse el Gráfico 2.11 y el Recuadro 1).

Gráfico 2.10. **CRECIMIENTO DE VISADOS DE CONSTRUCCIÓN NO RESIDENCIAL (M2) E IMPORTACIÓN DE BIENES DE EQUIPO (% , A/A)**



* Con información hasta julio en visados y septiembre en importaciones.
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento y Datacomex

Gráfico 2.11. **NAVARRA: EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN POR SECTORES SEGÚN LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DE BBVA (SALDOS DE RESPUESTAS, %)**



Fuente: BBVA

Las ventas se contrajeron en el 1S19, tras cinco años de crecimiento

La venta de viviendas en Navarra creció por quinto año consecutivo en 2018. Según los datos del Ministerio de Fomento, durante el pasado ejercicio se vendieron 7.156 viviendas, un 18,5% más que en 2017. Se trata de un incremento superior al registrado de media en España (+9,5%) y también superior al promedio de los cuatro años anteriores (+16,1%). De este modo, Navarra registró el octavo mayor crecimiento de ventas entre 2014 y 2018; como Baleares, Cantabria, Asturias, Madrid, País Vasco, Cataluña y Aragón, todas superaron el promedio nacional en el periodo (+15,4%). En cualquier caso, el primer semestre concentró los crecimientos más relevantes (véase el Gráfico 2.12).

9: Los datos no están corregidos de estacionalidad, por lo limitado de la serie temporal.

En 2018, la transacción de vivienda secundaria por residentes fuera de Navarra fue el componente más dinámico de la demanda del mercado residencial de la región... Las operaciones de residentes en otras comunidades autónomas crecieron un 39,8% y elevaron su peso hasta el 9,2% del total, por debajo del 13,7% que representaron en España. Además, las de extranjeros aumentaron en un 25,1%, muy por encima del avance medio en España, que se moderó hasta el 4,6% a/a. Así, las compras de extranjeros representaron el 7,7% del total (en línea con el año anterior y 8,4 p.p. menos que la media nacional). Las adquisiciones llevadas a cabo por residentes en la propia región también se incrementaron, en este caso un 16,0%, por encima del avance medio de este segmento en el conjunto del país (+10,4%). En los dos municipios navarros de más de 25.000 habitantes, Pamplona y Tudela, las ventas crecieron en 2018 respecto a 2017 (+20,4% y +19,3%, respectivamente).

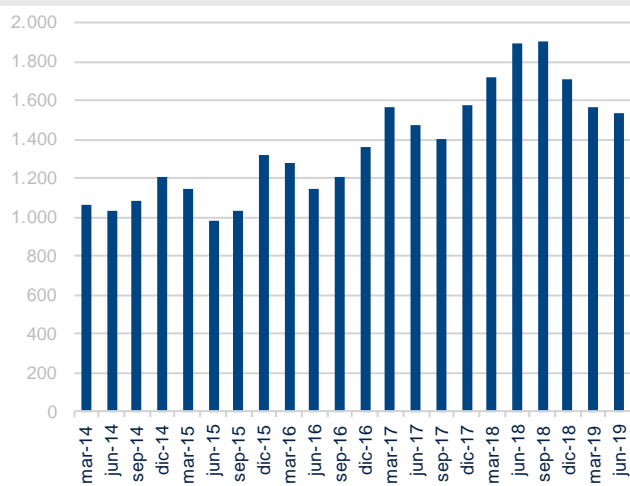
Por el contrario, los datos conocidos muestran una contracción de las ventas en los primeros seis meses de 2019. Entre enero y junio en Navarra se vendieron poco más de 3.070 viviendas, un 14,4% menos que en el mismo periodo del 2018 (-2,8% en España). Los datos trimestrales reflejan un descenso de las ventas en la primera mitad del año, más acusado en el primer trimestre que en el segundo (véase el Gráfico 2.12). Por segmentos de demanda, solo el de extranjeros muestra un incremento de ventas (+11,5% respecto al 1S18, 10,4 p.p. más que la media de España). Con ello el peso de este grupo de demanda alcanza el 9,5%. Las compra de viviendas de los residentes en Navarra cayeron un 15,6% en la región (12,4 p.p. más que la media nacional). Por su parte, la compra por parte de residentes en otras comunidades autónomas sufrió el mayor deterioro (-24,6% a/a), lo que redujo su relevancia en el mercado navarro en 2,3 p.p., hasta el 6,9% del total de las operaciones. Por tanto, la recuperación de las ventas de extranjeros, dado su escaso peso el mercado inmobiliario navarro, no fue suficiente para contrarrestar la caída de las operaciones de residentes en Navarra, que supone algo más del 83% de las operaciones de compraventa en la comunidad. Esta contracción de las operaciones se observa también en los dos grandes municipios navarros en la primera mitad del año: en Pamplona cayó un 25,6%, y en Tudela, un 6,5%.

El precio de la vivienda volvió a crecer en 2018 y se acelera en 2019. Atendiendo a los valores de tasación recogidos por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda se incrementó por segundo año consecutivo: l +1,8% respecto a 2017, tras el +1,6% del año anterior. Así, se rozaron los 1.385 €/m² de media regional en el cierre del ejercicio. En los grandes municipios el precio creció más: un 5,0% en Pamplona y un 4,5% en Tudela. En 2019, pese a la contracción de las ventas en la primera mitad de año, el precio de la vivienda aceleró su ascenso. Así, entre los meses de enero y septiembre la vivienda en Navarra se revalorizó un 4,9%, hasta rozar los 1.440 €/m² al cierre del 3T19. Durante los nueve primeros meses del año el precio creció un 8,6% a/a en Pamplona y un 4,4% en Tudela.

Los visados de obra para vivienda nueva firmados en Navarra crecieron con fuerza en 2018. Así, en el pasado ejercicio se firmaron 2.509 permisos para iniciar nuevas viviendas, un 88,8% más que en 2017, un intenso avance tras el descenso del año anterior (-5,0%), aunque sin una pauta trimestral clara.

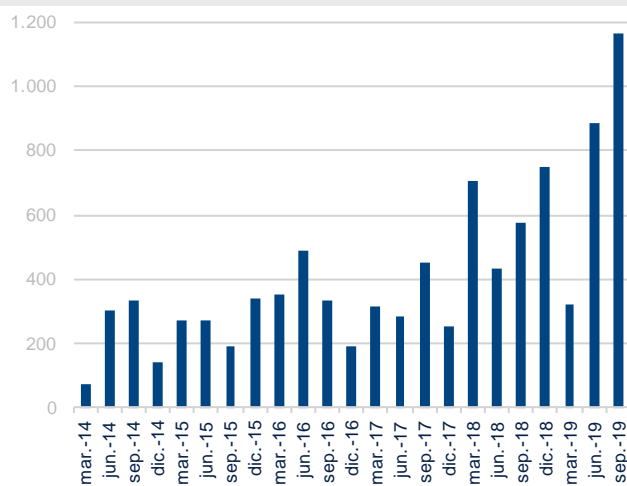
Por su parte, en los nueve primeros meses de 2019 los visados en Navarra crecieron un 42,0% respecto al mismo periodo del año anterior, muy por encima del promedio nacional en el mismo periodo (+8,8%). Un avance que, como revela el Gráfico 2.13, se produjo en los trimestres centrales del año, en los que se ha recuperado con creces el nivel de 1T19, cuando la firma de visados mostró un deterioro relevante.

Gráfico 2.12. NAVARRA: VENTA DE VIVIENDAS (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.13. NAVARRA: VISADOS DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA NUEVA (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Cuadro 2.1. NAVARRA: VARIABLES DEL MERCADO INMOBILIARIO (% ,A/A)

	Venta de viviendas				Precio de la vivienda		Visados de vivienda de obra nueva			
	2018		1S19		2018	Ene - Sep 19	2018		Ene - Sep 2019	
	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a	% a/a	% a/a	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a
Navarra	7.156	18,5	3.073	-14,4	1,8	4,9	2.509	88,8	2.333	42,0
España	582.888	9,5	288.526	-2,8	3,4	3,5	100.733	24,7	81.957	8,8

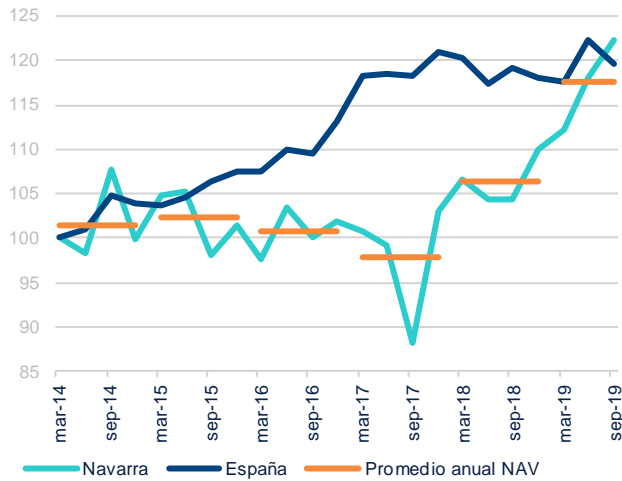
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Las exportaciones reales aceleran su crecimiento por el sector automotriz, con destino a la eurozona, Reino Unido y África

Las exportaciones de bienes reales de Navarra se aceleran un 11,8% a/a en los tres primeros trimestres de 2019, 3,1 p.p. por encima del incremento observado el año pasado. Este es el mejor comportamiento de las ventas exteriores navarras desde 2010, cuando aumentaron un 35,6% a/a, y se produce tras enlazar cuatro trimestres consecutivos con un aumento promedio del 4,1% t/t CVEC. El dato es también más positivo que en España, donde se observó un ligero aumento del promedio (+0,8%), y supone el segundo incremento anual consecutivo para Navarra, tras cuatro años de relativa atonía (véase el Gráfico 2.14).

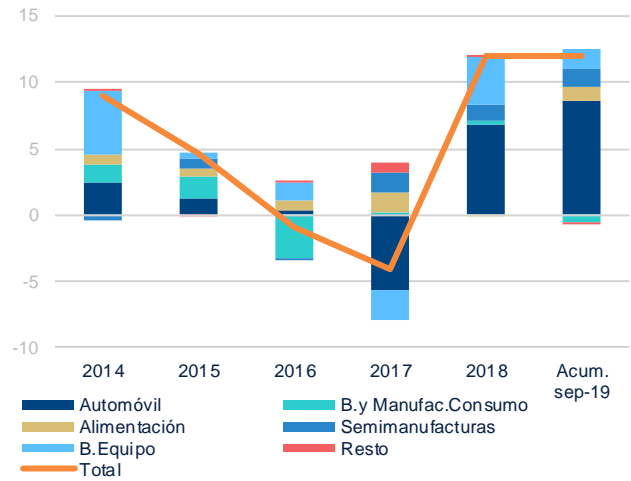
El sector automotriz explica esta evolución positiva, tanto el año pasado como en el actual. Este será el primer ejercicio completo con producción simultánea de dos modelos en la planta de Landaben, que completará uno de los mejores ejercicios de su historia. La aportación del sector al aumento de las ventas exteriores regionales, de entre 7 y 8 p.p. el año pasado y este, con incrementos nominales cercanos al 12%, se completa con aportaciones superiores a 1 p.p. de los bienes de equipo, los alimentos y las semimanufacturas. Los crecimientos en esos dos últimos apartados rondan el 9% a/a, debido en un caso a las frutas y las hortalizas y, en menor medida, a los preparados alimenticios; en el otro, los productos químicos y otras semimanufacturas compensan la caída observada en hierros, aceros y metales no ferrosos. Todo ello conlleva que por segundo año consecutivo aumente la proporción de las exportaciones automotrices sobre el total en esta comunidad, ubicándose cerca del 45%, mientras que los bienes de equipo superan una cuarta parte del total.

Gráfico 2.14. NAVARRA Y ESPAÑA: EXPORTACIONES REALES (1T14=100, CVEC)



El promedio de 2019 es de los tres primeros trimestres.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.15. NAVARRA: EXPORTACIONES DE BIENES, CONTRIBUCIONES POR SECTOR (% A/A, P.P.)

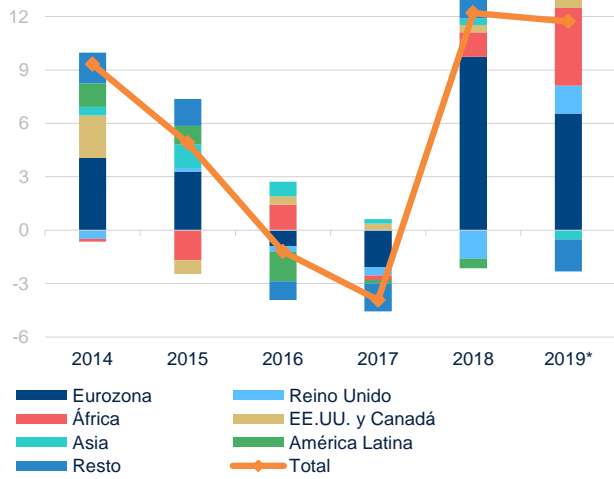


Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por destinos, se observa que la aceleración de las ventas corresponde a la eurozona, África y, en menor medida, al Reino Unido (véase el Gráfico 2.16). En todo caso, todos los incrementos de ventas más significativos corresponden al sector automóvil, si bien en el caso europeo predominan los vehículos y, en el africano, los componentes. Así, Alemania, Francia, Países Bajos y, en menor medida, Italia explican el aumento en el caso de la UEM, compensando alguna caída, como es el caso de Bélgica. También las ventas al Reino Unido hasta septiembre prácticamente duplican el total de 2018 en automóviles, y aumentan un 30,3% a/a en total (tras haberse reducido un 22,3% en ese año respecto a las de 2017). Así, la aportación británica negativa de 2018 se revierte este año. En el caso africano, Sudáfrica y Mauritania despiden por sus incrementos en compras de componentes a Navarra, y más que compensan las caídas en las ventas dirigidas al Magreb y a Egipto.

De modo prácticamente paralelo a las exportaciones, las importaciones de bienes reales de Navarra aumentan un 7,9% a/a en lo que va de 2019, 2,3 p.p. por encima del incremento del año pasado. Así, se enlazarían dos años consecutivos de incremento de las compras exteriores de la región, con el mayor incremento inter-trimestral en el tercer trimestre del año (+11,1% t/t CVEC). El dato es más positivo que en España, donde este año se observa un ligero aumento del 1,9% (véase el Gráfico 2.17). Las mayores importaciones del sector automóvil y, sobre todo, de bienes de equipo explican prácticamente la totalidad de dicho incremento (5,1 y 2,7 p.p. respectivamente). Así, por segundo año consecutivo, el superávit comercial de Navarra podría situarse por encima de los 4.000 M.€, una quinta parte del PIB regional.

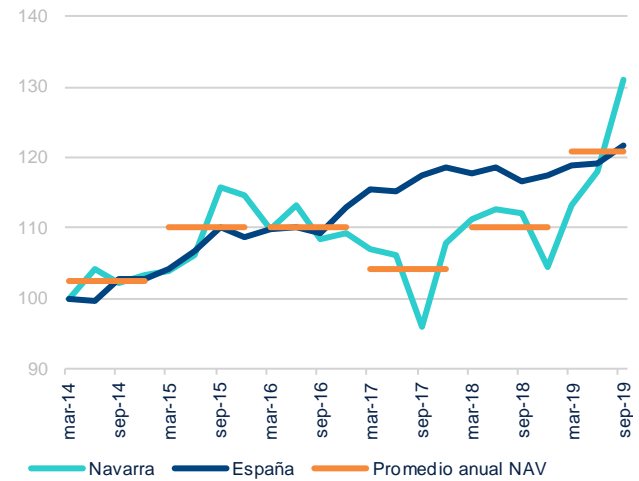
Gráfico 2.16. **NAVARRA: EXPORTACIONES DE BIENES, CONTRIBUCIONES POR DESTINO** (% A/A, P.P.)



* Datos hasta 3T19.

Fuente: BBVA Research a partir de la Datacomex

Gráfico 2.17. **NAVARRA Y ESPAÑA: IMPORTACIONES DE BIENES REALES** (1T14=100, CVEC)



El promedio de 2019 es de los tres primeros trimestres.

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

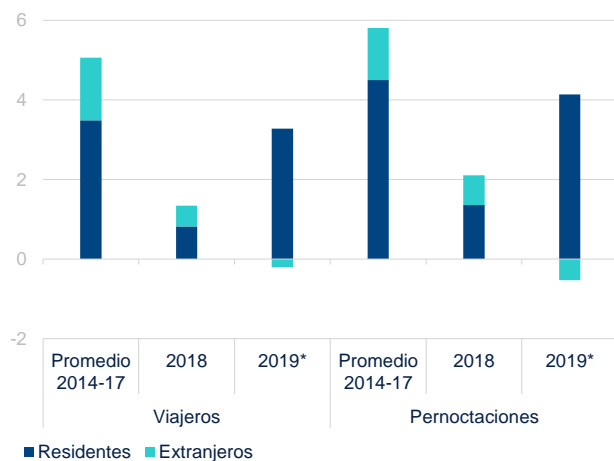
Los viajeros y las pernoctaciones se aceleran en 2019, a pesar de la reducción de los extranjeros

Tras un 2018 con crecimientos menores a los de años anteriores, el número de viajeros y pernoctaciones en 2019 en Navarra se acelera este año. El número de viajeros superará el millón por tercer año consecutivo, y las pernoctaciones en hoteles de los últimos 12 meses superan los 2 millones por primera vez. Con datos hasta octubre de este año, tanto los viajeros como las pernoctaciones aumentan su ritmo de crecimiento por encima del 3%, consecuencia de la aceleración del turismo de residentes en España, y a pesar de las pequeñas reducciones observadas entre los extranjeros (véase el Gráfico 2.18).

Dicha evolución se ha producido en un contexto de moderación del incremento del gasto en consumo en España. Las pernoctaciones de residentes, que suponen tres cuartas partes del turismo regional, podrían aumentar este año a un ritmo del 4,4% a/a. El turismo de extranjeros, por su parte, se reduciría tras cinco años de crecimientos consecutivos.

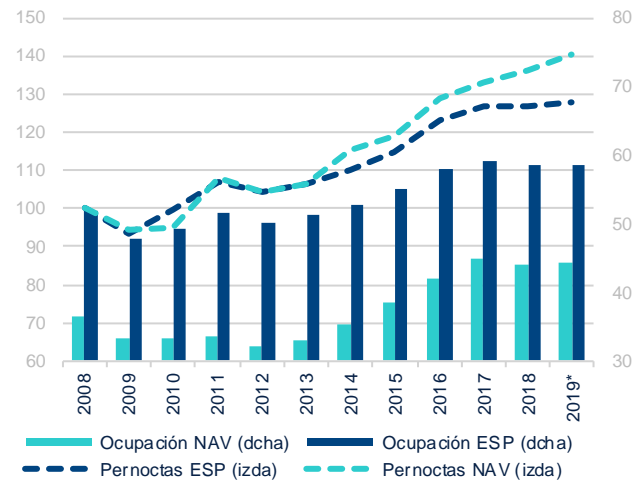
En la última década, el desarrollo del turismo en la región ha sido vigoroso. Respecto al inicio de la crisis, el número pernoctaciones en hoteles de Navarra supera el nivel de 2008 en 40,5 p.p., es decir, 12,6 p.p. por encima del aumento observado en España. Desde 2013, una recuperación parcial y moderada tanto de los precios reales (todavía 12,9 p.p. por debajo del nivel real de 2008), como del número de plazas ofertadas (4,6 p.p. por debajo del nivel máximo de 2012) han posibilitado una mejora de la ocupación media y, con ello, de la rentabilidad del sector. Aunque esté a 14,1 p.p. de la media de España, actualmente la ocupación hotelera en Navarra se encuentra cerca de su máximo histórico, superando el 44% de media por tercer año consecutivo (véase el Gráfico 2.19): esto es 7,9 y 12,3 p.p. por encima del nivel pre-crisis y del mínimo observado en 2012, respectivamente. Sin embargo, la menor participación del turismo extranjero condiciona la capacidad de crecimiento del sector.

Gráfico 2.18. NAVARRA: VIAJEROS Y PERNOCTACIONES, CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO A/A POR ORIGEN* (P.P.)



*Datos hasta octubre, completados con previsiones.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.19. PERNOCTACIONES HOTELERAS Y OCUPACIÓN PROMEDIO DE HABITACIONES OFERTADAS* (PERNOCTACIONES DE 2008=100 Y OCUPACIÓN EN %)



*En 2019, el dato es el acumulado de 12 meses hasta octubre.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El mercado laboral navarro modera su dinamismo respecto al año pasado

La afiliación a la Seguridad Social en Navarra creció un 3,3% en 2018, tres décimas más que en España, y cuatro décimas más que en 2017. El aumento se traduce en 9.000 afiliados más en promedio anual, si bien el ritmo de aumento fue algo menor en la segunda mitad del año. El impulso fue relativamente generalizado por sectores, pero mayor en las manufacturas y los servicios públicos, que aportaron 1,0 y 0,9 p.p. al crecimiento respectivamente, junto con, en menor medida, las actividades profesionales (que aportaron 0,4 p.p., véase el Cuadro 2.2).

Los datos de 2019 apuntan a que el mercado laboral es también algo menos dinámico este año. Tras aumentar a un ritmo medio de 0,7 % t/t CVEC en el primer semestre algo superior a la media de España y similar a la media de 2018, los datos disponibles hasta octubre apuntan a un crecimiento promedio del 0,6% t/t CVEC en 2S19. Así, este año podría cerrar con 7.500 afiliados más que el pasado, gracias a la aportación positiva observada en los servicios públicos, así como las manufacturas, especialmente en la primera mitad del año, y en algunos servicios privados.

La Encuesta de Población Activa (EPA) señaló una ralentización de la recuperación del mercado laboral navarro en 2018, que sin embargo se aceleró en la primera mitad de 2019. Los datos de los tres primeros trimestres de este año suponen una mejora de casi 8 mil empleos respecto al año anterior según la EPA (+2,8% a/a), muy similar a lo que señala la afiliación. También hay coincidencia en la señal sectorial, ya que la EPA atribuye la mayor parte del avance de este año a la industria y los servicios, sobre todo los públicos. El año pasado recogió un estancamiento en los servicios, con ganancias de empleo relevantes solo en agricultura, y en la construcción; esta última, coincidente con la tendencia observada en la afiliación.

Cuadro 2.2. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL (T/T, %, CVEC)***

	Navarra					España				
	1S18	2S18	2018	1S19	2S19*	1S18	2S18	2018	1S19	2S19*
Agricultura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,3	0,1	1,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0
Construcción	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
Comer., transporte y repar.	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1
Hostelería	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
Activ. Profesionales	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1
Serv. públicos	0,2	0,1	0,9	0,2	0,4	0,1	0,2	0,5	0,2	0,2
Serv. sociales y act. Artíst.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	0,8	0,6	3,3	0,7	0,6	0,7	0,7	3,0	0,6	0,5

* Datos de 2S19 son estimaciones con información hasta noviembre. Los datos semestrales son el promedio de los trimestres; los del ejercicio completo, anuales.

Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social

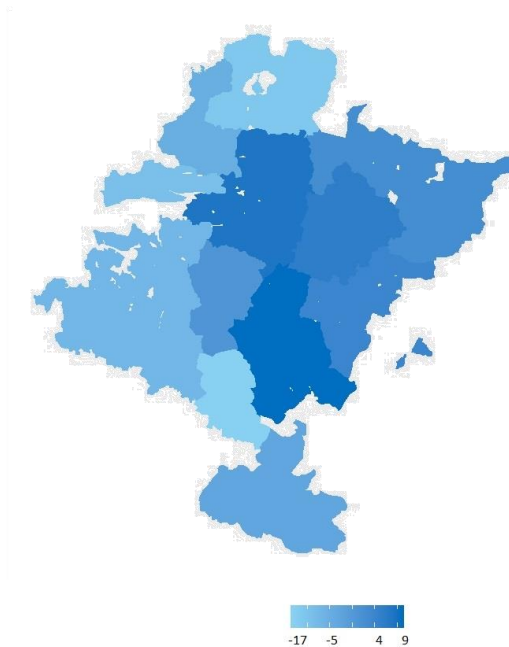
En los últimos 12 meses la mejora del empleo se ha producido a un ritmo heterogéneo entre las diversas comarcas de la región. Aunque la afiliación promedio podría aumentar un 2,7% a cierre de año, Sakana, Pamplona, Ribera y Ribera-Alta superarían dicho umbral, además de la Sakana y el Prepirineo). Entre el resto, sólo la Zona Media, Valdizarbe-Novenera y Sangüesa superarían el 1,0% de aumento, mientras que Tierra-Estella y Bidasoa apenas aumentarían un 0,3% a/a su afiliación (véase Gráfico 2.21).

El análisis de la afiliación navarra desde el mínimo de la crisis, a mediados de 2013, confirma las diferencias comarcales durante el periodo de expansión, confirmando la recuperación de Pamplona, Ribera y Ribera Alta, junto con la Zona Media, a pesar de su menor dinamismo reciente. En cualquier caso, solo los municipios de la comarca de Pamplona y de la Zona Media¹⁰, junto al Prepirineo superarían a cierre de este año su nivel de afiliación de 1T08. Por el contrario, Sakana y Ribera estarían a unos 1,5 mil cada una de lograrlo. De hecho, el agregado de Bidasoa, Sakana y Prepirineo se encuentra a 11 p.p. de su afiliación pre-crisis. Todo ello muestra la progresiva concentración del empleo en torno a Pamplona y las comarcas centrales (véase Gráfico 2.20).

A pesar del repunte inter-trimestral de 3T19 en el paro (+0,6 p.p.), éste se redujo en 2,0 p.p. en Navarra en los tres primeros trimestres del año, y en promedio anual se ubica en el 8,0%; esto es 6,2 p.p. por debajo de la media de España. Ello supone una reducción del número de parados en unos 4 mil, en un contexto de aumento de la población activa regional en el último año, menor que el observado a nivel nacional (+0,5% a/a, frente al 0,9% de España). Actualmente, el nivel de población activa es similar al de 2013, todavía 0,7% inferior al de 2008.

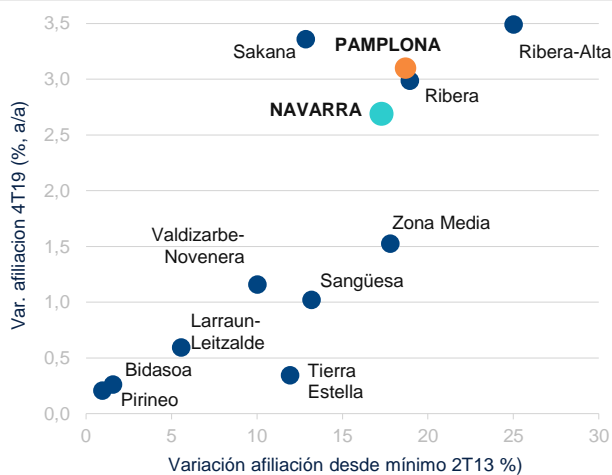
10: La Zona Media la componen un total de 19 municipios, entre los que destacan Tafalla y Olite.

Gráfico 2.20. **NAVARRA: AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL POR COMARCAS**
(AFILIACIÓN ACTUAL RESPECTO A LA DE 1T08, EN P.P.)



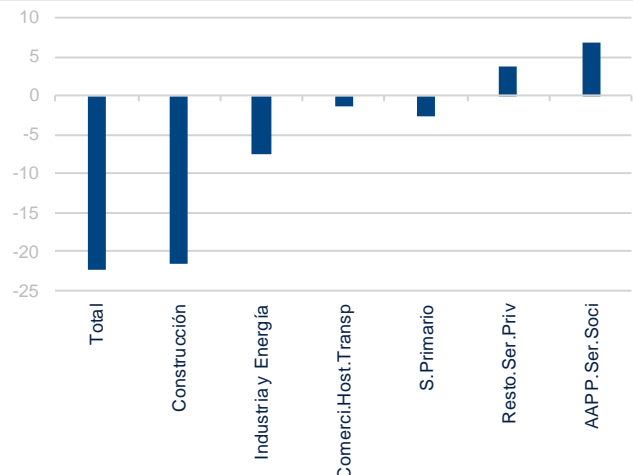
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e Instituto Navarro de Estadística

Gráfico 2.21. **AFILIACIÓN POR COMARCA (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e Instituto Navarro de Estadística

Gráfico 2.22. **NAVARRA: VARIACIÓN DEL EMPLEO POR SECTORES ENTRE 2007 Y 2017 (MILES)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

Pasada una década desde que se inició la crisis y, tras varios años de recuperación, el empleo sigue sin volver a los niveles alcanzados en la anterior fase expansiva. Navarra sufrió, como España, una potente pérdida de empleo en la construcción entre 2007 y 2017, destruyendo casi seis de cada diez empleos del sector. En el sector primario el comportamiento relativo en Navarra fue peor: casi una quinta parte del empleo en la comunidad (18,5%) se perdió en dicha década, 9,6 p.p. más que en la media de España. Sin embargo, ello más que se compensó por el sector industrial y energético: mientras que en España desapareció una quinta parte del

empleo sectorial de 2007, en la comunidad foral se destruyeron menos de una décima parte de los mismos. También el agregado de comercio, hostelería y transporte se comportó mejor en Navarra, ya que redujo solo en un 1,7% su empleo (3,0% en España).

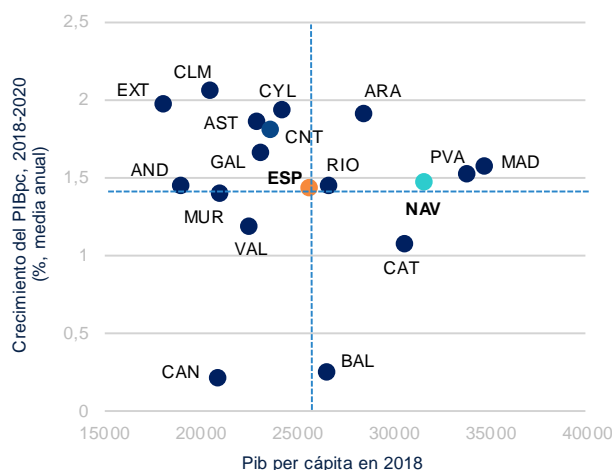
Por su parte, los servicios públicos y sociales crearon empleo neto en el periodo (+11,6%); y también lo hicieron el resto de servicios privados (+3,8%), sobre todo por los aumentos en actividades profesionales y artísticas (+10,0%). Así lo muestra, con datos de la Contabilidad Regional de España, el Gráfico 2.22: la reducción neta del empleo regional fue de unos 22 mil empleos, el 6,7% del total (1,4 p.p. menos que en España¹¹), que prácticamente coincide con las pérdidas netas del sector de la construcción.

Por tanto, la evolución del empleo en Navarra muestra diferencias relevantes respecto a lo observado en el conjunto de España: se da una pérdida de proporciones similares en la construcción, pero menor en el sector industrial, los más afectados por la crisis, siendo este último más importante en el empleo regional. A ello Navarra añade un comportamiento positivo en los servicios, tanto en el agregado de comercio, hostelería y transporte, como en los servicios públicos, lo cual la acerca a la recuperación del nivel de empleo pre-crisis.

El crecimiento del PIB de Navarra podría ser del 2,0% en 2019 y 1,8% en 2020, con un aumento de renta per cápita similar al de España

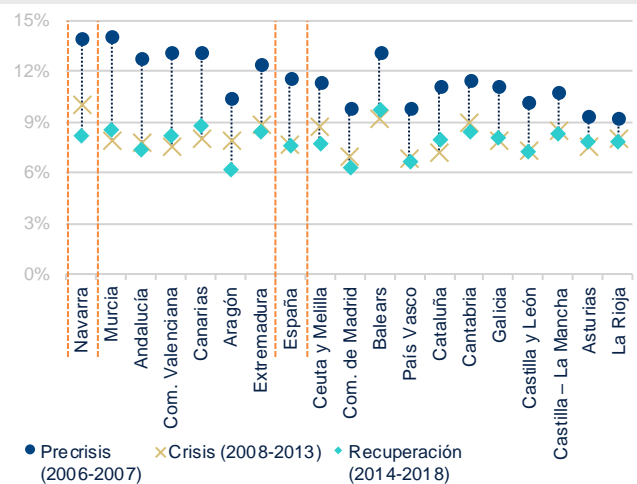
Se prevé que la economía navarra crezca un 2,0% en 2019 y un 1,8% en 2020. Esto permitiría la creación de 11 mil empleos en el bienio 2019-2020, y reducir la tasa de paro en 2,5 p.p. hasta el 7,6% promedio en 2020. Si se cumplen estas previsiones, el avance promedio anual del PIB per cápita en términos reales en Navarra estaría, para el bienio, en línea con la media de España (cerca del +1,4% anual, véase el Gráfico 2.23). Ello se debe tanto a un crecimiento económico como demográfico similar en ambas geografías. Como resultado de esta evolución, el año que viene la tasa de paro se situaría en la comunidad apenas 0,8 p.p. por encima del nivel medio de 2008 (véase el Gráfico 2.33, al final de esta sección).

Gráfico 2.23. PIB PER CÁPITA EN 2018 Y EVOLUCIÓN EN EL HORIZONTE DE PREVISIÓN (HASTA 2020) (€ Y % A/A PROMEDIO)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.24. PORCENTAJE DE HOGARES QUE ADQUIEREN UN AUTOMÓVIL (PROMEDIO DE CADA PERÍODO)



Fuente: BBVA Research

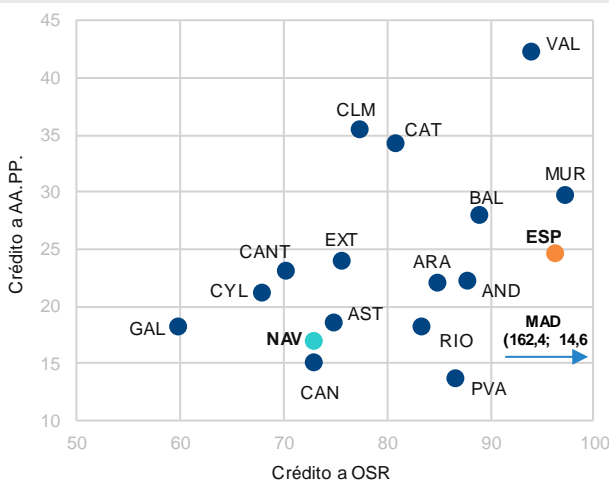
11: Para mantener la comparabilidad, también para España se toman los datos de la Contabilidad Regional de España, y no los de la Contabilidad Nacional Anual.

En la parte final de 2019 y en 2020, a la luz del agotamiento de la demanda embalsada y de los efectos de las políticas expansivas, se espera que la mayor parte de los componentes de la demanda doméstica moderen su crecimiento respecto al ritmo de expansión observado en el último bienio. En primer lugar, el crecimiento del consumo privado perderá impulso por el progresivo agotamiento de los elementos transitorios de soporte en los años precedentes (demanda embalsada, precios del petróleo, bajos tipos de interés) y por el menor empuje de algunos determinantes principales como la renta, condicionada por la desaceleración del mercado laboral. Además, la incertidumbre que está afectando las perspectivas de los hogares ha desincentivado el gasto (sobre todo en bienes duraderos) y contribuido al repunte de la tasa de ahorro a nivel nacional. En este sentido también las pautas de comportamiento de los hogares han ido variando a lo largo de los últimos años. Por ejemplo, el porcentaje de hogares que adquieren un automóvil se redujo durante la crisis, pero los cambios a lo largo de la expansión no han devuelto la situación a su punto pre-crisis. En el caso de Navarra, la tasa se redujo en casi 6 p.p., pasando de un 14,0% (casi 3 p.p. por encima del promedio nacional) durante el bienio 2006-2007 al 8,3% en la fase de recuperación (algo por encima de la media de España). Lo anterior sitúa a la comunidad foral con una mayor caída de esta probabilidad (véase el Gráfico 2.24).

De la misma forma, la inversión en maquinaria y equipo podría moderar su avance por la mayor desaceleración de la economía europea, el repunte de las tensiones comerciales a escala global, la incertidumbre regulatoria que afecta al sector del automóvil, el fin de la adaptación en la factoría de Landaben a la producción de un segundo modelo y el agotamiento del impulso reformador. En cualquier caso, se le ha asignado a la planta automovilística un tercer modelo desde mediados de 2021 que, caso de materializarse, implicaría inversiones relevantes.

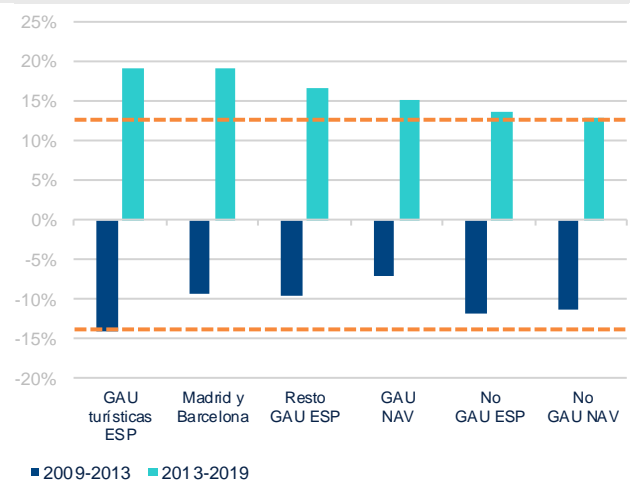
La inversión en vivienda también mostrará una moderación del crecimiento, pero seguirá siendo un soporte de la actividad una vez resuelta la incertidumbre por los cambios legales que afectan al sector, además del mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos, que favorecerá en parte también la inversión en M&E. En este sentido, las últimas medidas expansivas del BCE y, en general, el entorno de tipos bajos permitirá que la carga financiera siga siendo muy baja y la inversión con elevados niveles de apalancamiento (como en la construcción) siga fluyendo. En el caso de Navarra podría verse relativamente menos beneficiada en el corto plazo, dado el menor endeudamiento público y privado relativo (véase el Gráfico 2.25).

Gráfico 2.25. **CRÉDITO AAPP Y OSR EN 2018**
(% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España e INE

Gráfico 2.26. **AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL**
(% DE VARIACIÓN ACUMULADA, 2009-2013 Y 2013-2019)



Nota: las GAU turísticas incluyen dos GAU capitalinas, la de Almería y la de Málaga. Las líneas naranjas representan el promedio nacional
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social y Ministerio de Fomento

Sin embargo, el dinamismo del mercado inmobiliario será heterogéneo en el territorio nacional. Las áreas urbanas, en particular Madrid y Barcelona, continuarán teniendo un comportamiento diferencial. Estas ciudades están mostrando una capacidad de creación de empleo elevada, similar a la que han mostrado las áreas turísticas en la última expansión, mientras que otras ciudades, así como los municipios no urbanos¹², han tenido un ritmo de creación de empleo menor. En Navarra, el ritmo de recuperación de empleo desde la crisis ha sido más moderado que en el conjunto de España, pero también la destrucción de puestos de trabajo en el periodo 2009-2013 fue menos acentuada, especialmente, en la GAU de Pamplona (véase el Gráfico 2.26). En adelante, a medida que la desaceleración del turismo continúe, las áreas urbanas que cuenten con otros sectores que actúen también de motor, podrían seguir creando empleo a un ritmo más elevado que la media. La concentración de la actividad en las ciudades más densas, además, debería apoyar el mercado inmobiliario en las mismas. La incertidumbre se mantiene elevada y los riesgos continúan siendo a la baja.

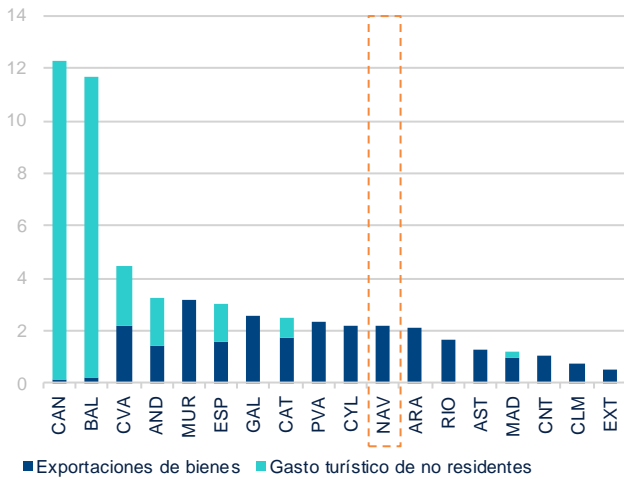
A nivel externo, las dudas sobre la evolución del crecimiento global continúan aumentando. La desaceleración estructural de la economía china, junto con la de carácter más cíclico de EE.UU. y la UEM, ponen de manifiesto el progresivo agotamiento de las grandes áreas económicas y la creciente probabilidad de entrar en recesión. Asimismo, la incertidumbre derivada de **las tensiones comerciales entre EE. UU., China y la UEM, o del *brexit*** no ha mermado y, aunque en el corto plazo su efecto parece limitado y temporal, no pueden descartarse escenarios más adversos. Todo lo anterior anticipa que la recuperación de la demanda externa durante los próximos meses podría ser moderada y condiciona negativamente a parte importante del sistema productivo navarro.

Con respecto al *brexit*, en los últimos meses se ha producido un repunte de los temores sobre el desenlace de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Si bien a largo plazo el efecto económico dependerá del desenlace de las negociaciones, la incertidumbre actual al respecto puede estar teniendo un efecto negativo sobre la actividad. Las comunidades dependientes del Reino Unido son especialmente vulnerables. En este sentido, Navarra no estaría entre las CCAA más afectadas, con el riesgo concentrado en bienes, pero sin apenas exposición directa en gasto turístico (véase el Gráfico 2.27): el Reino Unido es el cuarto socio comercial en importancia (con un 4,9% de cuota sobre las exportaciones totales en los últimos años) y las ventas hacia este destino superan el 2,0% del PIB regional.

Por su parte, el aumento de las tensiones comerciales representa una presión adicional para el sector exportador. La reciente introducción por parte de EE.UU. de aranceles en vino, aceites y otros en respuesta a los efectos de la resolución de la OMC por las ayudas a Airbus suponen un riesgo adicional al ya existente para otros productos desde 2018 (hierro y acero, aluminio, automóviles, aunque de momento no se apliquen a Europa), en principio más importantes para Navarra. La región tendría una exposición directa muy elevada si las medidas se aplicaran al sector automotriz, ya que el peso de las exportaciones alcanzaría en tal caso el 35% del PIB regional. En todo caso, algunas comunidades han logrado una mejora relevante en términos de competitividad coste en los últimos 8 años, que las posiciona mejor para afrontar los riesgos derivados de la mayor volatilidad en el sector exterior. En ese sentido, la comunidad foral ha mejorado su competitividad por encima del promedio nacional (véase el Gráfico 2.28).

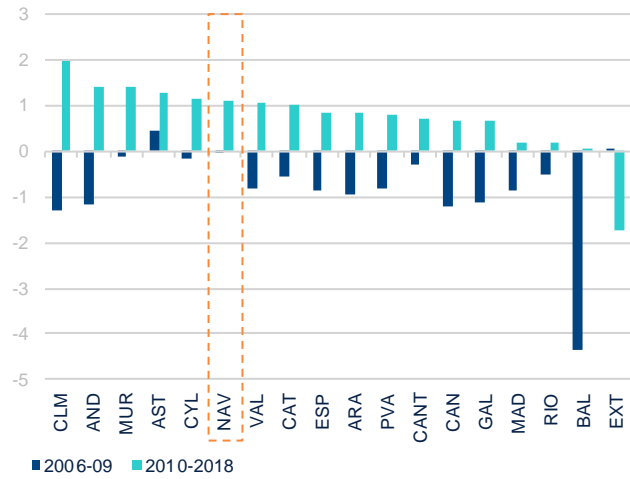
12: Municipios no incluidos en la definición de Gran Área Urbana (GAU) del Ministerio de Fomento.

Gráfico 2.27. PESO DE LAS EXPORTACIONES A REINO UNIDO (2018, P.P. DEL PIB REGIONAL)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Gráfico 2.28. ESPAÑA y CCAA: CONTRIBUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD COSTE A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (PP, PROMEDIO ANUAL)

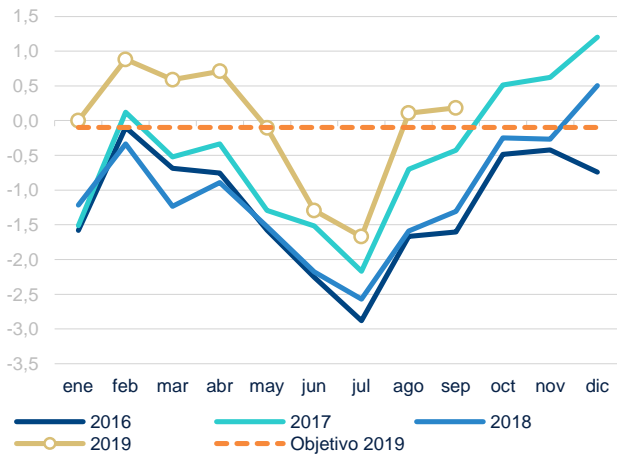


Fuente: BBVA Research

A nivel doméstico, los riesgos también siguen elevados. El avance de la actividad se sostiene en la demanda interna que, sin embargo, muestra cada vez más señales de debilidad. La ralentización del consumo privado y el aumento de la tasa de ahorro podrían estar reflejando una mayor precaución por parte de los hogares. Por el momento, la aceleración de la inversión productiva se mantiene vigorosa, en parte impulsada por proyectos del sector automotriz, pero en un entorno de creciente desconfianza por parte de las empresas, dado que la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada. Tras las recientes elecciones generales, las cuartas en los últimos cuatro años, continúan las dificultades para lograr consensos que permitan poner en marcha las reformas más necesarias para lograr una economía más competitiva, dinámica e inclusiva. Particularmente, ello cobra especial relevancia dados los retos crecientes que plantea la economía global, en un contexto de desaceleración económica.

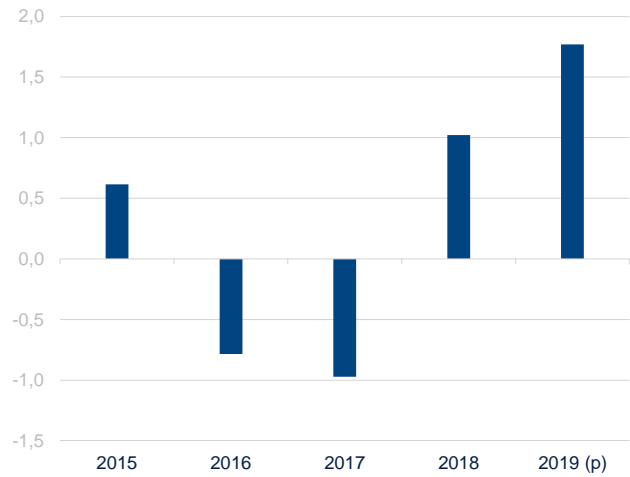
Navarra apunta a un nuevo superávit fiscal este año. De cara a cierre del ejercicio, se prevé que los ingresos moderen algo su avance, mientras que el gasto mantendrá elevadas las tasas de crecimiento. Con el escenario previsto de ingresos, la consecución del objetivo de estabilidad de 2019 permitiría un incremento del gasto durante la segunda mitad del año de más de 1,5 puntos porcentuales del PIB (véanse los Gráficos 2.29 y 2.30). De esta forma, Navarra volvería a cerrar 2019 con superávit, cumpliendo holgadamente el objetivo de estabilidad (-0,1% del PIB regional), pero desviándose del límite de crecimiento del gasto (+2,6% a/a). Hacia adelante, la información conocida sobre la elaboración de los presupuestos para 2020 sugiere que el Gobierno de Navarra continuará con la política expansiva observada durante 2019.

Gráfico 2.29. **GOBIERNO DE NAVARRA: CAPACIDAD / NECESIDAD DE FINANCIACIÓN (ACUMULADO AL MES T DE CADA AÑO, % DEL PIB REGIONAL)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

Gráfico 2.30. **GOBIERNO DE NAVARRA: AJUSTE DEL GASTO PRIMARIO (P.P.DEL PIB)**



(p) Previsión.

(*) Ajuste necesario para alcanzar el objetivo de estabilidad (-0,1%).

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

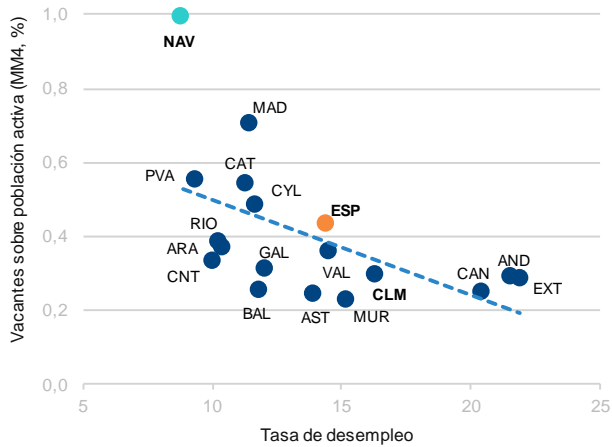
Se prevé la creación de 11.000 puestos de trabajo en el bienio 2019-2020

De cumplirse este escenario, se crearían unos 11.000 nuevos puestos de trabajo en Navarra en 2019 y 2020. Con dicha mejora, la ocupación prácticamente alcanzará los niveles pre-crisis en el empleo (véase el Gráfico 2.33). Por su parte, se prevé que la tasa de paro se reduzca en 2,5 p.p. en el bienio, hasta un 7,6% en 2020, apenas 0,8 p.p. por encima de su nivel de 2008, en un contexto de crecimiento de la población total y de los activos muy similar al de España.

En Navarra, podrían estar produciéndose ciertos problemas para cubrir vacantes en el mercado laboral.

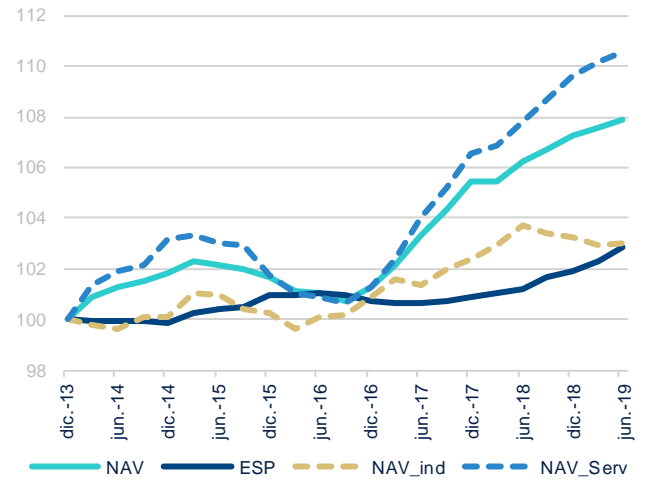
Por una parte, la ratio del número de vacantes por cubrir respecto a la población activa es la mayor de España (véase el Gráfico 2.31), una evolución que ya se observaba en el anterior número de esta publicación. Ello podría implicar que estén dándose restricciones de capital humano en la región, en sectores donde se necesitan trabajadores con ciertas habilidades específicas, como los servicios avanzados para manufacturas y TIC, por ejemplo. De hecho, los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) indican que durante el periodo de recuperación y, en particular, desde la segunda mitad de 2016, el coste laboral total en Navarra en el sector servicios se ha incrementado en 10 p.p. Ello es lo que impulsa que, en el conjunto de sectores, dicho coste total aumente en Navarra unos 6 p.p. por encima de España, dada una evolución de los costes más moderada en el sector industrial (véase el Gráfico 2.32). Y todo ello, en un contexto de evolución demográfica similar a la media de España.

Gráfico 2.31. **DESEMPLEO Y VACANTES**
(2T19, %, MM4)



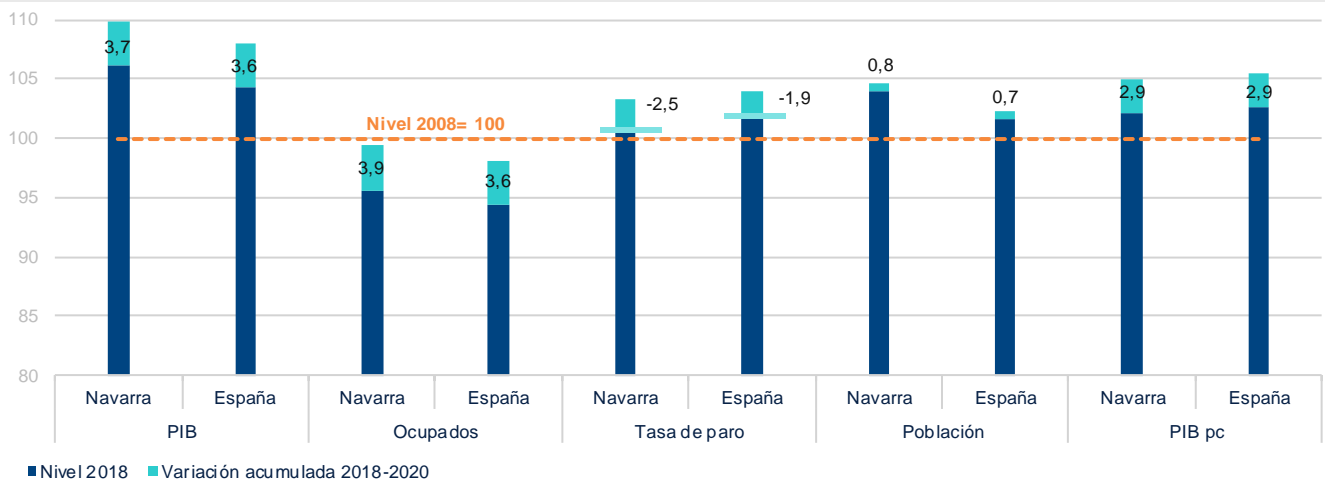
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.32. **NAVARRA Y ESPAÑA: COSTE LABORAL TOTAL, SEGÚN LA ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL (4T13=100, A/A)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE (ETCL)

Gráfico 2.33. **PIB, OCUPACIÓN, TASA DE PARO, POBLACIÓN Y PIB PER CÁPITA. NIVEL EN 2018 Y CAMBIO EN 2019-2020 (NIVEL PRE-CRISIS, 2008 =100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2.3. **CRECIMIENTO DEL PIB¹³ (% , A/A)**

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

Fuente: BBVA Research a partir de INE

 Cuadro 2.4. **PREVISIONES DE EMPLEO (EPA) (% , A/A)**

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

Fuente: BBVA Research a partir de INE

13: Por cuestiones de comparabilidad los datos observados corresponden a los publicados en la Contabilidad Regional de España en el mes de abril. No se toma en cuenta la actualización de la Contabilidad Nacional publicada a finales de octubre, que redujo el crecimiento del PIB de España de 2018 hasta el 2,4%.

Análisis de la situación económica a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra. Tercer trimestre de 2019¹⁴

Los resultados de la Encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al tercer trimestre de 2019 son consistentes con que la economía de Navarra, en un contexto de alta incertidumbre, desacelera su crecimiento respecto al del año pasado. En general, los resultados son peores que los del año anterior, salvo en la visión sobre el trimestre corriente y la cartera de pedidos, que mejoran ligeramente sus resultados.

En la visión sobre la actividad en el trimestre corriente casi nueve de cada diez encuestados observan estabilidad, más del doble que hace un año, y no hay quien observe caídas en la actividad económica. Así, el saldo neto de respuestas es positivo, en 14 p.p. por primera vez en un año (supera en 7 p.p. el de entonces) y frente al saldo nulo de los dos trimestres anteriores¹⁵ (véase el Gráfico R.1.1).

Sin embargo, los resultados relativos a las expectativas para el siguiente trimestre vuelven a mostrar un saldo neto de respuestas negativo, por tercera vez en las últimas cinco oleadas. En este caso, casi nueve de cada diez encuestados prevé un mantenimiento de la actividad económica en su entorno para el último trimestre del año, pero el restante 14% prevé reducciones de la misma. Ello acerca los resultados a los del trimestre anterior, aunque el sesgo del saldo neto de respuestas se vuelve negativo, como ya lo era hace un año, y con menor división de opiniones. En todo caso, este resultado parece acorde a la evolución de algunas incertidumbres y riesgos para la economía, como la repetición de las elecciones generales o el *brexit*, pero desde un entorno de crecimiento relativamente estable en esta comunidad.

Entre los indicadores sectoriales, los relativos al empleo y a la inversión empeoran, tanto en términos inter-trimestrales como interanuales. La excepción está en la inversión en nueva construcción, que mejora respecto al trimestre anterior. A pesar de que el saldo neto sigue siendo positivo también en el caso de la inversión industrial y del empleo en nueva construcción, el deterioro es bastante generalizado en todos los sectores de actividad. Es el caso de la producción industrial o el empleo en servicios (véase el Gráfico R.1.2). Con respecto a la demanda externa también se observa una desaceleración: el turismo muestra un saldo neto negativo por segunda vez en tres trimestres, mientras que las exportaciones mantienen un saldo no negativo por quinto trimestre consecutivo.

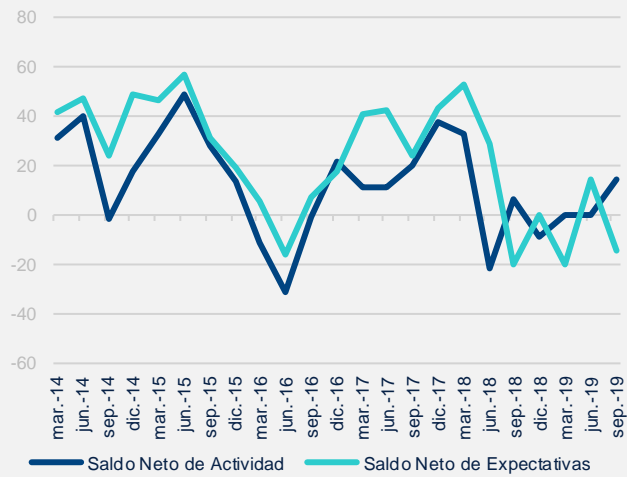
La elevada incertidumbre que rodea la demanda externa (*brexit*, las posibles medidas arancelarias entre China y EE.UU, o respecto a algunos bienes agrícolas dirigidos al mercado norteamericano) ha podido influir en el empeoramiento del dato de las exportaciones (saldo neto positivo de 14%, pero con caídas de 28 y 12 p.p. con respecto a hace un trimestre y hace un año, respectivamente). No obstante, el saldo actual coincide con la media de los últimos cinco trimestres, lo cual podría indicar un optimismo moderado por parte de los encuestados.

En síntesis, los resultados de la encuesta BBVA de Actividad Económica en 3T19 dan señales mixtas: si bien la mayor parte de indicadores empeoran, tanto en términos interanuales que trimestrales, la visión sobre el trimestre corriente mejora. Ello concuerda con una economía navarra que estaría moderando su ritmo de crecimiento, en un contexto de alta incertidumbre externa e interna, pero manteniendo una evolución todavía robusta en el más corto plazo.

14: La Encuesta BBVA se realiza trimestralmente, desde 2T10, entre los empleados de la red de oficinas BBVA en la región. Para más detalle sobre el funcionamiento de la Encuesta, véase: Situación España Recuadro 1, Encuesta BBVA de Actividad Económica. Una herramienta de seguimiento temprano del pulso de la economía. Situación España, 2º trimestre de 2014, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

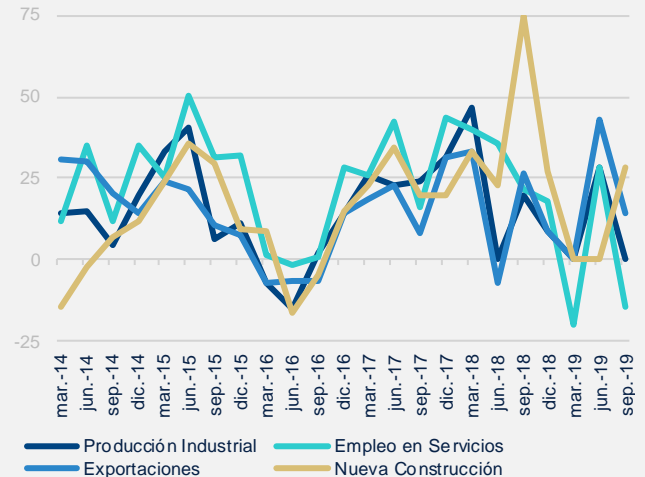
15: Los datos son brutos, por lo que podrían incorporar estacionalidad, no corregida por la pequeña longitud de la serie.

Gráfico R.1.1. **NAVARRA: EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LAS EXPECTATIVAS. SALDOS DE RESPUESTAS EXTREMAS (%)**



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2. **ENCUESTA BBVA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN NAVARRA. SALDOS DE RESPUESTAS DE VARIABLES SELECCIONADAS (%)**



Fuente: BBVA

Cuadro 2.3. ENCUESTA BBVA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN NAVARRA. RESULTADOS GENERALES (%)

	3º Trimestre 2019				2º Trimestre 2019				3º Trimestre 2018			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
Actividad Económica	14	86	0	14	29	43	29	0	33	40	27	7
Perspectiva para el próximo trimestre	0	86	14	-14	14	86	0	14	13	53	33	-20
Producción industrial	0	100	0	0	29	71	0	29	27	67	7	20
Cartera de pedidos	14	86	0	14	29	43	29	0	27	53	20	7
Nivel de stocks	0	86	14	-14	0	100	0	0	7	87	7	0
Inversión en el sector primario	17	67	17	0	33	67	0	33	23	69	8	15
Inversión industrial	29	71	0	29	43	57	0	43	31	69	0	31
Inversión en servicios	14	57	29	-14	14	86	0	14	33	60	7	27
Nueva construcción	43	43	14	29	14	71	14	0	75	25	0	75
Empleo industrial	14	71	14	0	29	57	14	14	23	69	8	15
Empleo en servicios	0	86	14	-14	29	71	0	29	36	50	14	21
Empleo en construcción	29	57	14	14	29	71	0	29	54	31	15	38
Precios	14	86	0	14	0	86	14	-14	20	73	7	13
Ventas	0	100	0	0	0	57	43	-43	20	60	20	0
Exportaciones	14	86	0	14	43	57	0	43	33	60	7	27
Turismo	14	43	43	-29	29	71	0	29	27	67	7	20

* Saldo de respuestas extremas.

Fuente: BBVA Research

3. La dinámica territorial de la renta en España, 1955-2016: Una primera aproximación

Ángel de la Fuente¹⁶ - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC)

1. Introducción

Con esta nota comienza una serie en la que se analizará la evolución del PIB per cápita de las comunidades autónomas españolas y sus factores determinantes utilizando las series enlazadas de renta y empleo regionales que se recogen en la base de datos RegData descrita en de la Fuente (2017). Esta primera nota se centrará en el análisis de la evolución de la renta per cápita regional.

Tras esta introducción, la sección 2 describe brevemente la evolución de la renta per cápita y el empleo en España en su conjunto. Seguidamente, en la sección 3 se analiza la dinámica de la distribución territorial de la renta per cápita, que se ha caracterizado durante la mayor parte del período por una cierta tendencia a la convergencia entre comunidades autónomas, aunque a un ritmo descendiente. Desde el inicio de la última crisis, sin embargo, esta tendencia se ha invertido. Finalmente, en la sección 4 se analiza el desempeño relativo de la Comunidad Foral de Navarra.

2. La evolución de la economía española entre 1955 y 2016: algunos rasgos destacados

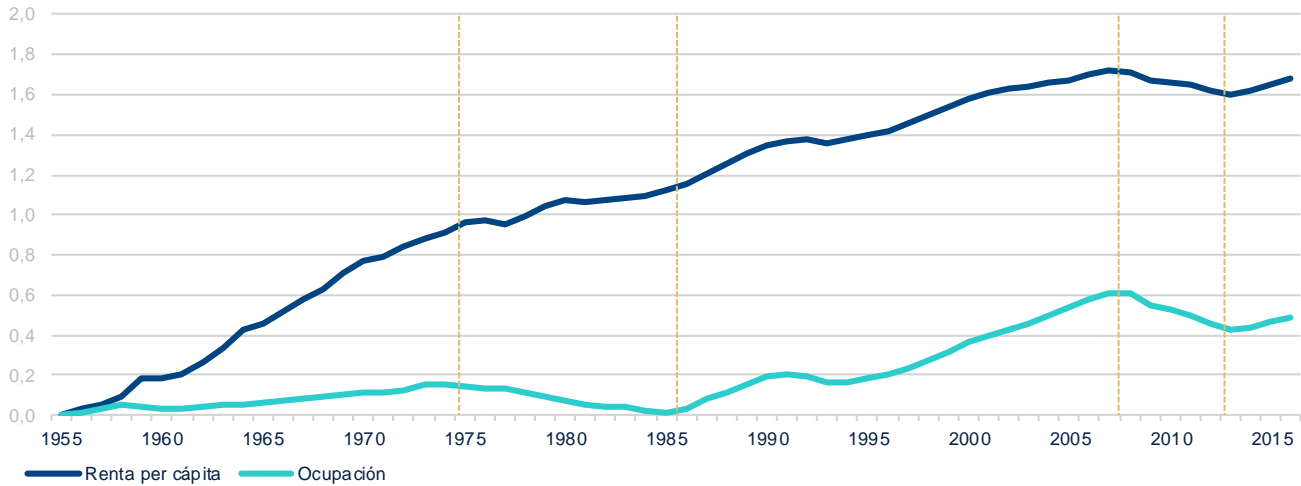
Puesto que el grueso del trabajo se centrará en el análisis del comportamiento diferencial de las regiones españolas en relación con el promedio nacional, conviene comenzar fijando como referencia algunos de los rasgos más destacados de la evolución de la economía española durante el período de interés.

Entre 1955 y 2016 la población española aumentó en un 59%, mientras que el empleo medido por el número de personas ocupadas lo hizo en un 63% y el Producto Interior Bruto medido a precios medios del período analizado se multiplicó por 8,6. Como consecuencia, la renta real por habitante aumentó a una tasa media anual del 2,76% hasta multiplicarse por 5,4 a pesar de que el número de ocupados por habitante se mantuvo prácticamente constante, con una tasa media de crecimiento anual de sólo el 0,04%.

En conjunto, por tanto, las últimas seis décadas han sido para España un período de rápido crecimiento de la renta y moderado aumento de la población y el empleo. El comportamiento de la economía española, sin embargo, no ha sido uniforme a lo largo del período considerado. Un examen del Gráfico 3.1 sugiere una división del mismo en cinco etapas de acuerdo con la evolución del empleo y el ritmo de crecimiento de la renta real por habitante. La primera de ellas se extiende desde 1955 hasta 1973 y se caracteriza por un crecimiento muy rápido del PIB real per cápita (un 4,92% anual) y una tasa de crecimiento de la ocupación positiva aunque relativamente reducida (del 0,83% anual). La segunda etapa corresponde a los años comprendidos entre 1973 y 1985. Éste es un período de crisis caracterizado por la destrucción de empleo (-1,2% anual) y por un descenso de la tasa de crecimiento de la renta per cápita real hasta el 2% anual. Seguidamente, a partir de 1985 se inicia una larga etapa de expansión que dura hasta 2007, aunque interrumpida por una breve recesión a comienzos de los años noventa. Durante este subperíodo, la renta por habitante vuelve a crecer a un ritmo muy respetable (del 2,7%) aunque sensiblemente inferior al registrado durante el primer período expansivo, mientras que la creación de empleo se acelera hasta alcanzar una tasa de crecimiento anual (del 2,8%) que más que triplica la alcanzada durante la expansión anterior. En 2007-13 se registra una profunda crisis caracterizada por un fuerte retroceso de la renta real por habitante (a un ritmo del -1,9% anual) y del empleo (-3%), seguida de un período de recuperación que continúa en el momento actual.

16: Agradezco los comentarios y sugerencias de Pep Ruiz.

Gráfico 3.1. **EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PRODUCTO REAL POR HABITANTE EN ESPAÑA ESCALA LOGARÍTMICA, 1955 = LOG(1) = 0**



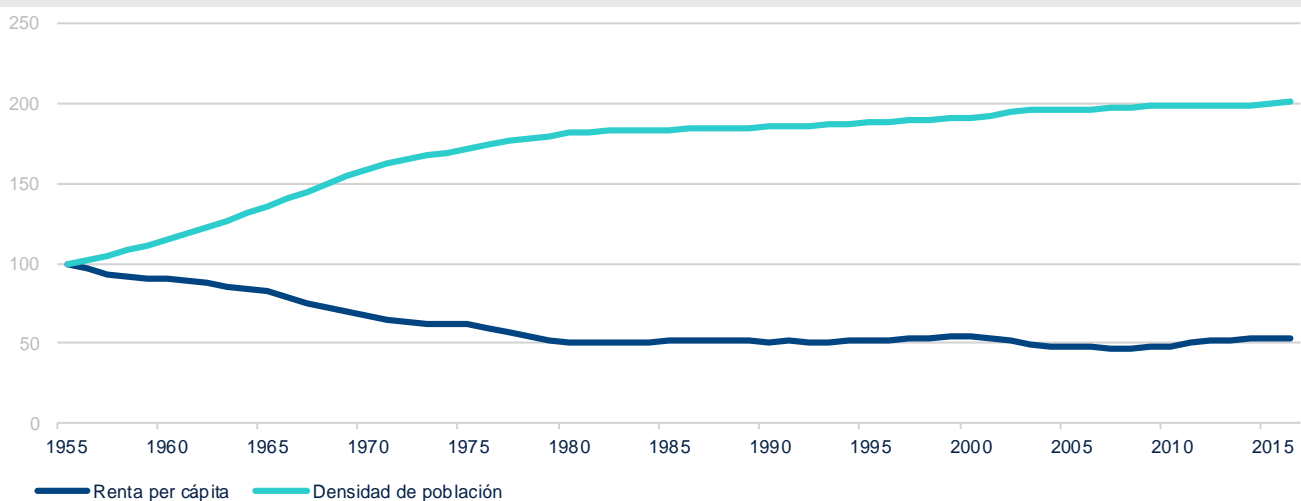
Fuente: de la Fuente, A. (2017)

3. La evolución de las economías regionales: una primera aproximación

La geografía económica de España ha experimentado una profunda transformación desde los años cincuenta del siglo pasado. Centrándonos en la distribución territorial de la población y del producto, este período se ha caracterizado por la gradual reducción de las disparidades de renta por habitante entre regiones y por la creciente concentración de la población y de la actividad económica en ciertos territorios.

El Gráfico 3.2 ilustra la intensidad de ambos procesos así como su tendencia a ralentizarse en el período posterior a 1980. En los veinticinco años transcurridos entre 1955 y 1980 la desviación estándar de la renta per cápita regional se redujo a la mitad mientras que la dispersión de la densidad relativa de población aumentó en más de un 80%. Desde 1980 hasta 2016, sin embargo, el indicador de desigualdad en renta se estabiliza mientras que la desviación estándar de la densidad de población continúa aumentando aunque a un ritmo mucho más suave.

Gráfico 3.2. **DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE LA RENTA PER CÁPITA Y DE LA DENSIDAD DE POBLACIÓN RELATIVAS (1955 = 100)**



Fuente: de la Fuente, A. (2017)

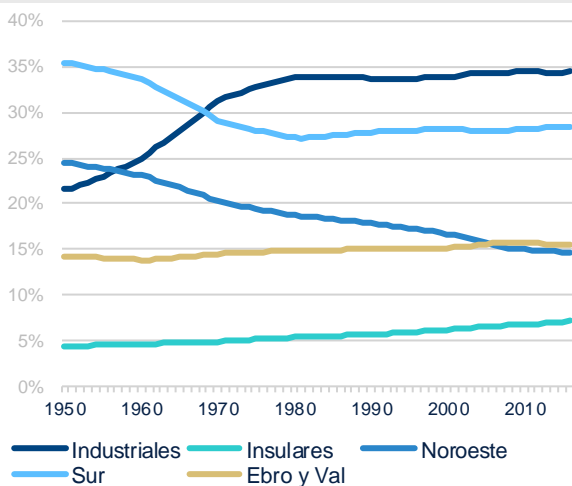
a. Evolución por grandes macro-regiones

En este apartado analizaremos en mayor detalle la evolución de la distribución regional de la renta y de la población que subyace al Gráfico 3.2. Para ayudar a organizar la discusión en una primera aproximación a los datos, he agrupado a las 17 comunidades autónomas en cinco grandes *macro-regiones* de acuerdo con una combinación de criterios económicos y geográficos. Las tres grandes comunidades de mayor tradición y peso industrial (Cataluña, el País Vasco y Madrid) se combinan en una única región económica (*grandes centros industriales*) y lo mismo se hace con las dos *regiones insulares*, con economías muy dependientes del turismo. El resto de las regiones se agrupan con criterios geográficos, distinguiendo entre el *Sur* (Andalucía, Extremadura, Castilla-La Mancha, Murcia y Ceuta y Melilla), el *Noroeste* (Galicia, Asturias, Cantabria y Castilla y León) y el *Valle del Ebro*, integrado por la Rioja, Aragón y Navarra, a los que se añade la Comunidad Valenciana.

El Gráfico 3.3 muestra la evolución del peso de cada una de estas macro-regiones en la población española. Los perfiles regionales son muy variados. Entre 1950 y 1980 el peso de las grandes comunidades industriales se incrementa en casi un 60%, mientras que la región sur pierde más de un 20% de su peso inicial. Tras 1980, sin embargo, los pesos de ambas regiones se mantienen aproximadamente estables. Por otra parte, el Noroeste pierde peso durante todo el período a un ritmo aproximadamente uniforme y las comunidades insulares lo ganan. Durante el conjunto del período, la primera de estas grandes regiones pierde un 40% de su peso inicial y la segunda gana algo más de un 60%. Finalmente, la combinación del Valle del Ebro y Levante es la única macrorregión que mantiene una posición aproximadamente constante durante los últimos casi setenta años, aunque esa estabilidad oculta dinámicas claramente diferenciadas en las comunidades autónomas que integran la región, con el Valle del Ebro perdiendo peso frente a la Comunidad Valenciana.

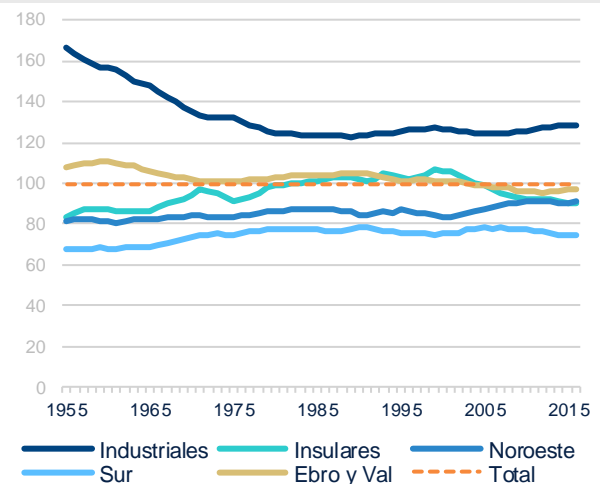
El Gráfico 3.4 muestra la senda temporal de la renta relativa por habitante de las grandes macro-regiones. Las regiones industriales convergen rápidamente hacia la media desde arriba hasta 1980, pero su renta per cápita relativa se estabiliza a partir de esta fecha, mostrando incluso una suave tendencia al alza. El sur presenta un patrón similar: su renta per cápita converge al alza hacia la media hasta 1975 o 1980 para estabilizarse después unos 25 puntos por debajo de esta referencia. El noroeste, por el contrario, mantiene un patrón de suave convergencia al alza durante todo el período, aunque con ciertos altibajos, y la región Ebro-Levante una cierta tendencia a la baja, también con oscilaciones. Finalmente, las comunidades insulares presentan una clara tendencia al alza hasta el cambio de siglo, que las lleva a superar el promedio nacional, pero vuelven a perder terreno a buen ritmo durante la parte final del período.

Gráfico 3.3. EVOLUCIÓN DEL PESO EN LA POBLACIÓN ESPAÑOLA DE CINCO GRANDES MACRO-REGIONES (%)



Fuente: de la Fuente, A. (2017)

Gráfico 3.4. RENTA PER CÁPITA RELATIVA, MACRORREGIONES (ESPAÑA = 100)

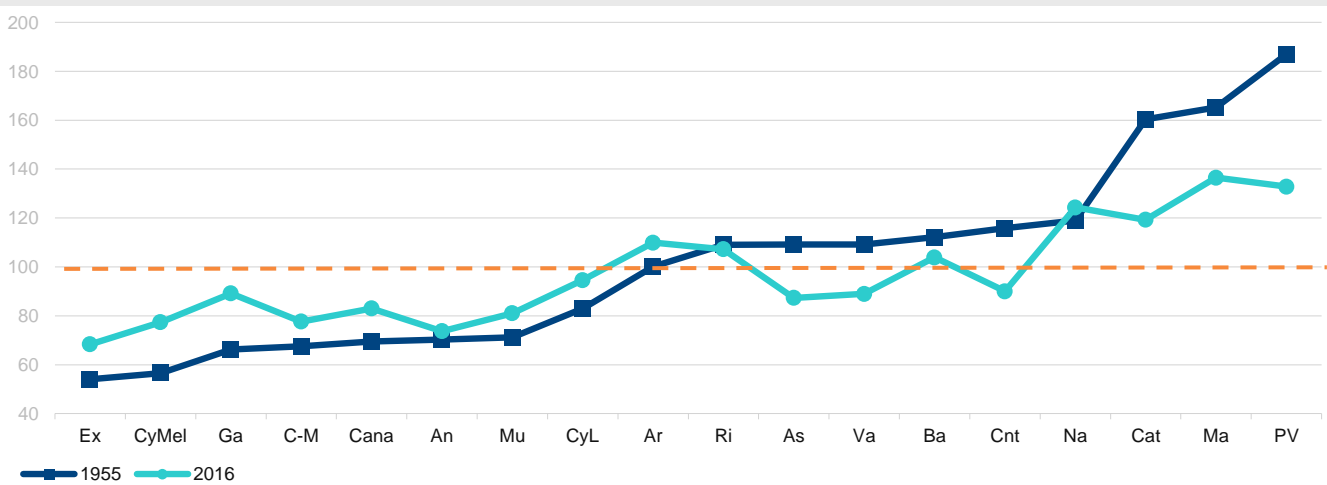


Fuente: de la Fuente, A. (2017)

b. Evolución de la distribución regional de la renta per cápita

El Gráfico 3.5 resume la distribución regional de la renta relativa por habitante en 1955 y 2016. En el primero de estos años, la región más rica era el País Vasco, seguida de Madrid, Cataluña y Navarra, mientras que las más pobres eran Extremadura, Galicia, Castilla-La Mancha y Canarias. Sesenta años más tarde, las regiones que ocupan los extremos del *ranking* de renta siguen siendo en buena parte las mismas, aunque con algunas novedades y algunos cambios en su ordenación. Madrid desplaza al País Vasco de la primera posición y Andalucía y Murcia reemplazan a Galicia y Canarias en el grupo de cola. Por otra parte, la distancia entre los dos extremos de la distribución se ha reducido de forma apreciable: la diferencia entre la región más rica y la más pobre ha caído a la mitad, desde más de 130 puntos en 1955 hasta “sólo” 68 en 2016.

Gráfico 3.5. RENTA PER CÁPITA RELATIVA, CCAA (ESPAÑA = 100)



Ma = Madrid; PV = País Vasco; Na = Navarra; Cat = Cataluña; Ba = Baleares; Ri = Rioja; Ar = Aragón; Cnt = Cantabria; CyL = Castilla y León; Va = Valencia; Cana = Canarias; As = Asturias; Mu = Murcia; Ga = Galicia; C-M = Castilla la Mancha; An = Andalucía; Ex = Extremadura.
Fuente: de la Fuente, A. (2017)

También se observa en el gráfico que las comunidades inicialmente más pobres han mejorado su situación relativa mientras que las más ricas generalmente han perdido terreno, lo que ha tendido a acercar a ambos grupos a la media. Podemos hablar, por tanto, de un proceso de *convergencia regional* o reducción de las disparidades de renta.

Una forma conveniente de cuantificar la intensidad de este proceso consiste en estimar una *regresión de convergencia* en la que la variable a explicar es la tasa de crecimiento de la renta por habitante durante un período dado (Δr_{pc}) y la variable explicativa es el nivel de la misma variable al comienzo del período muestral ($r_{pc_{i0}}$).¹⁷ Trabajando con ambas variables expresadas en términos relativos al promedio nacional, se estimará una ecuación de la forma

$$(1) \Delta r_{pc_i} = a - \beta r_{pc_{i0}}$$

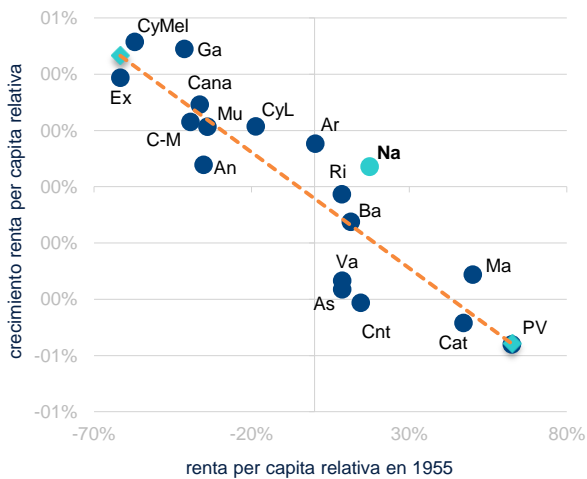
donde r_{pc} se mide en diferencias logarítmicas con el promedio nacional y Δr_{pc} es el incremento medio anual de r_{pc} durante el período de interés.

17: Este enfoque tiene su origen en el trabajo de Barro y Sala i Martin (1990).

El coeficiente de pendiente de esta ecuación (β) nos proporciona una medida muy útil de la velocidad a la que se reducen las disparidades interregionales a lo largo del tiempo que además se presta, como veremos más adelante, a una sencilla descomposición que permite cuantificar las fuentes inmediatas de la convergencia entre regiones. Puesto que tanto la renta regional como su tasa de crecimiento se expresan en diferencias con el promedio nacional, la constante de la regresión (1) será aproximadamente igual a cero. Por tanto, el *coeficiente de convergencia* ($\beta \cong -\Delta r_{pc} / r_{pc_0}$) se puede interpretar como el incremento medio anual de la renta relativa de una "región típica", expresado como fracción de su diferencial de renta con respecto al promedio nacional al comienzo del período muestral. Así, un valor de β de 0,10, por ejemplo, indicaría que el diferencial de renta con respecto a la media nacional se reduce en promedio en un 10% cada año.

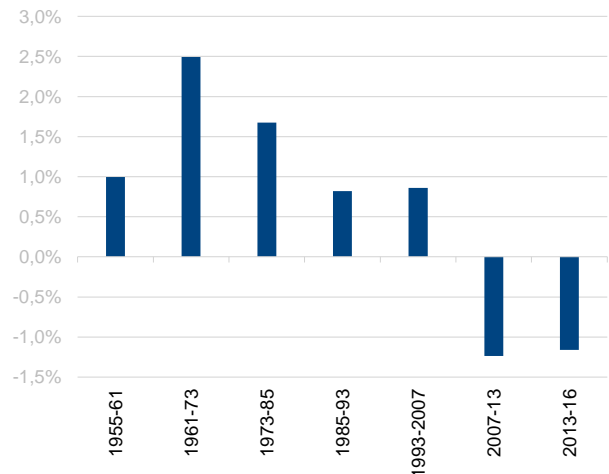
El Gráfico 3.6 muestra los resultados de la estimación de la regresión de convergencia descrita por la ecuación (1) y los datos subyacentes de renta y crecimiento relativos para el conjunto del período 1955-2016. La pendiente negativa de la recta ajustada de regresión indica que, en promedio, el ritmo de crecimiento ha sido mayor en las regiones inicialmente más pobres. En consecuencia, podemos decir que ha existido *convergencia beta* entre las regiones españolas durante el período considerado. Sin embargo, los resultados del ejercicio también indican que el proceso de igualación de las rentas regionales ha sido muy lento durante este período. El valor estimado del coeficiente de convergencia (0,0082) implica que una "región típica" española elimina cada año sólo un 0,82% de su diferencial de renta por habitante con respecto al promedio nacional. A este ritmo, serían necesarios unos ochenta años para reducir a la mitad la brecha inicial de renta entre cada región y el promedio español.

Gráfico 3.6. **CONVERGENCIA BETA EN RENTA PER CÁPITA RELATIVA ENTRE LAS REGIONES ESPAÑOLAS, 1955-2016**



$\square r_{pc} = -0,0004 - 0,0082 r_{pc_0} \quad t = 7,94 \quad R^2 = 0,798$
 Nota: la renta per cápita relativa se mide en diferencias logarítmicas con el promedio nacional.
 Fuente: de la Fuente (2017)

Gráfico 3.7. **TASA DE CONVERGENCIA BETA EN RENTA PER CÁPITA POR SUBPERIODOS**



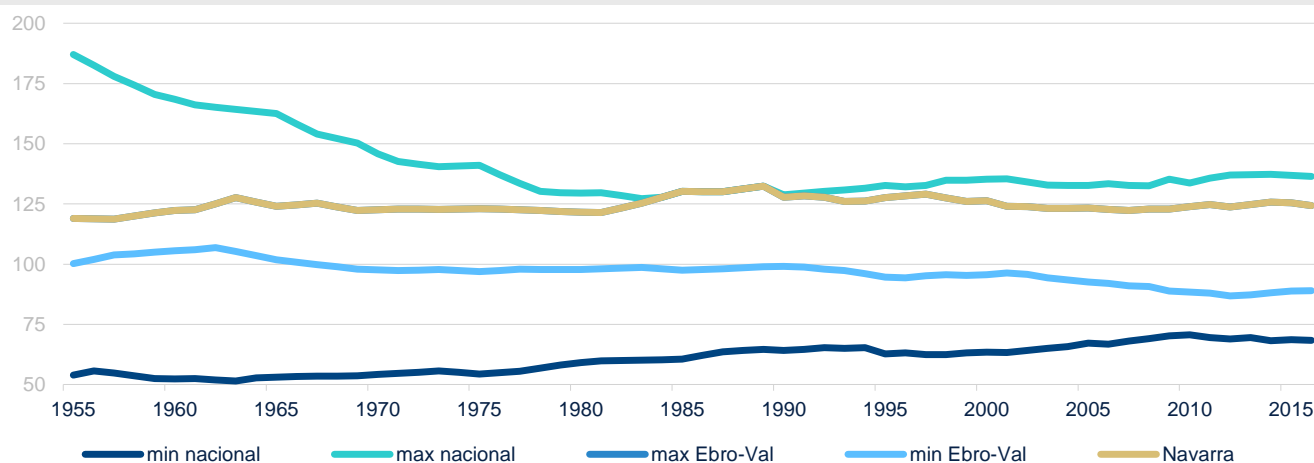
Nota: PIB a precios corrientes dividido por la población y normalizado por el promedio nacional incluyendo a Ceuta y Melilla (=100).
 Fuente: de la Fuente (2017)

Si dividimos el período de interés en subperíodos y repetimos el ejercicio, encontramos una clara tendencia hacia la reducción de la tasa de convergencia en renta per cápita. El Gráfico 3.7 muestra las tasas estimadas de convergencia para distintos subperíodos, comenzando en 1955. En él se aprecia que el proceso de convergencia regional fue especialmente intenso durante el período 1961-73 y ha tendido a ralentizarse desde entonces hasta alcanzar tasas de convergencia inferiores al 1% anual desde mediados de los años ochenta y que incluso llegan a ser negativas en la última década.

El caso de Navarra

El Gráfico 3.8 resume la evolución de la renta per cápita relativa de Navarra comparándola con el máximo y el mínimo en el conjunto de España y en la macro-región en la que se incluye la comunidad. La renta relativa de la Comunidad Foral se ha mantenido muy estable durante todo el período analizado, con ligeras oscilaciones en torno a los 125 puntos. Navarra se mantiene siempre en cabeza de la macro-región integrada por el Valle del Ebro y Valencia, y ocupa el primer lugar de toda España entre 1985 y 1989.

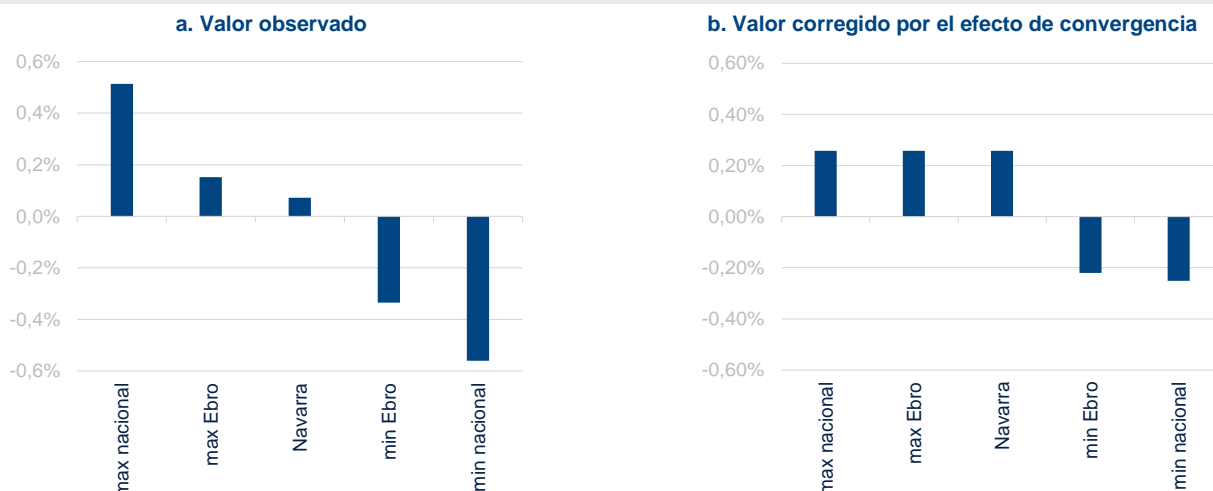
Gráfico 3.8. **EVOLUCIÓN DE LA RENTA PER CÁPITA RELATIVA DE NAVARRA**



Fuente: de la Fuente, A. (2017)

Otra forma de valorar el desempeño relativo de la comunidad parte del diagrama de convergencia beta recogido en el Gráfico 3.6. Este gráfico nos permite visualizar la posición inicial de cada una de las regiones españolas y su crecimiento relativo durante el período de interés. El diagrama también permite analizar el desempeño de cada comunidad tras eliminar un efecto de convergencia que tiende a favorecer a las regiones más pobres. La teoría económica identifica diversos mecanismos (tales como la difusión tecnológica y la existencia de rendimientos decrecientes) que hacen que, otras cosas iguales, las regiones inicialmente más pobres tiendan casi automáticamente a crecer a tasas superiores al promedio, reduciendo así la distancia que los separa de las más ricas. Un procedimiento sencillo para "limpiar" las tasas de crecimiento regionales de este efecto de convergencia, haciéndolas así más comparables unas con otras, consiste en trabajar con el residuo de la ecuación de convergencia - esto es, con la distancia vertical con respecto a la recta estimada de regresión, en vez de con la tasa de crecimiento bruta que corresponde a la distancia con respecto al eje horizontal. Este indicador resume lo bien o mal que le ha ido a cada región en relación con el patrón medio de comportamiento descrito por la recta de regresión.

Gráfico 3.9. **CONVERGENCIA BETA EN RENTA PER CÁPITA RELATIVA ENTRE LAS REGIONES ESPAÑOLAS, 1955-2016**



Nota: la tasa de crecimiento corregida es el residuo de la ecuación de convergencia que aparece en el Gráfico 3.6.
Fuente: de la Fuente (2017)

En estos términos, el desempeño de Navarra ha sido muy bueno dado su nivel inicial de renta. El Gráfico 3.9 muestra la tasa de crecimiento bruta y corregida por el efecto de convergencia de la comunidad navarra durante el período 1955-2016, comparándolas con los correspondientes máximos y mínimos en el conjunto del país, y en la macro-región Ebro-Valencia, en la que está incluida la Comunidad Foral. En términos del crecimiento bruto de la renta per cápita relativa, Navarra se sitúa ligeramente por encima de la media, con una tasa de crecimiento del 0,07% anual a pesar de su elevada renta inicial. Cuando se corrige por el efecto convergencia, la tasa de crecimiento relativo se eleva hasta el 0,26%, la más elevada de todo el país.

Referencias

de la Fuente, A. (2017). "Series largas de algunos agregados económicos y demográficos regionales: Actualización de *RegData* hasta 2016. (*RegData* y *RegData Dem* versión 5.0-2016)." FEDEA, Estudios sobre Economía Española no. 2017-26, Madrid.

Barro, R. y X. Sala i Martin (1990). "Economic Growth and Convergence Across the United States." NBER Working Paper no. 3419.

4. Tablas

Cuadro 4.1. PRINCIPALES INDICADORES DE COYUNTURA DE LA ECONOMÍA DE NAVARRA (%)

	2018		Crecimiento medio desde principios de año (a/a)		Último dato (m/m, CVEC)		Último mes
	Navarra	España	Navarra	España	Navarra	España	
Ventas Minoristas	1,8%	0,8%	1,3%	2,3%	1,3%	0,1%	sep-19
Matriculaciones	2,9%	6,0%	-6,7%	-4,9%	6,8%	-4,4%	oct-19
IASS	4,4%	6,1%	4,7%	4,2%	-2,1%	0,0%	sep-19
Viajeros Residentes (1)	1,1%	1,4%	4,6%	3,1%	2,0%	-0,1%	oct-19
Pernoctaciones Residentes (1)	1,8%	0,6%	5,5%	2,8%	0,2%	-2,8%	oct-19
IPI	0,4%	0,7%	7,5%	0,7%	5,5%	0,6%	oct-19
Visados de Viviendas	88,8%	24,7%	42,0%	8,8%	78,5%	-2,6%	sep-19
Transacciones de viviendas	18,6%	10,8%	-9,5%	-3,2%	2,9%	3,6%	sep-19
Exportaciones Reales (2)	9,3%	0,2%	11,5%	0,9%	4,2%	1,1%	sep-19
Importaciones Reales (2)	5,4%	0,9%	7,8%	1,9%	-4,3%	0,6%	sep-19
Viajeros Extranjeros (3)	1,9%	1,5%	-0,7%	3,2%	-1,4%	2,3%	oct-19
Pernoctaciones Extranjeros (3)	3,2%	-0,6%	-2,1%	0,0%	-39,3%	0,8%	oct-19
Afiliación a la SS	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	0,2%	0,2%	nov-19
Paro Registrado	-9,2%	-6,5%	-6,0%	-4,5%	2,1%	0,4%	oct-19

(1) Residentes en España. (2) Exportaciones de bienes. (3) No Residentes en España.

Fuente: BBVA Research a partir de INE, MFOM, MEH y MITYC

Cuadro 4.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,6	2,4	2,9	2,3	1,8
Eurozona	1,9	2,7	1,9	1,1	0,8
Alemania	2,1	2,8	1,5	0,5	0,6
Francia	1,0	2,4	1,7	1,3	1,2
Italia	1,2	1,8	0,7	0,1	0,3
España	3,0	2,9	2,4	1,9	1,6
Reino Unido	1,8	1,8	1,4	1,1	1,0
Latam *	-0,2	1,8	1,5	0,7	
México	2,6	2,4	2,0	0,2	1,3
Brasil	-3,3	1,1	1,1	0,9	1,6
Eagles **	5,3	5,7	5,2	4,6	4,6
Turquía	3,2	7,4	2,6	0,3	3,0
Asia Pacífico	5,6	6,0	5,6	5,1	4,8
Japón	0,6	1,9	0,8	0,9	0,3
China	6,7	6,8	6,6	6,0	5,6
Asia (ex. China)	4,7	5,3	4,7	4,3	4,0
Mundo	3,4	3,9	3,7	3,2	3,1

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.3. **INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0
Eurozona	0,2	1,5	1,8	1,2	1,1
Alemania	0,4	1,6	2,0	1,3	1,2
Francia	0,3	1,2	2,1	1,2	1,1
Italia	-0,1	1,3	1,2	0,7	0,9
España	-0,2	2,0	1,7	0,7	1,1
Reino Unido	0,6	2,7	2,5	1,9	1,7
Latam *	9,8	6,6	7,1	8,6	
México	2,8	6,0	4,9	3,6	3,4
Brasil	8,7	3,4	3,7	3,7	3,6
Eagles **	4,4	3,9	5,0	4,9	4,4
Turquía	7,8	11,1	16,3	15,3	11,0
Asia Pacífico	2,3	1,8	2,6	2,5	2,5
Japón	-0,1	0,5	1,0	0,7	1,0
China	2,0	1,5	2,1	2,6	2,5
Asia (ex. China)	2,5	2,1	3,0	2,4	2,6
Mundo	3,2	3,2	3,9	3,7	3,6

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

 Cuadro 4.4. **TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,84	2,33	2,91	2,11	1,69
Alemania	0,13	0,37	0,46	-0,30	-0,63

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

 Cuadro 4.5. **TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EUR-USD	0,90	0,89	0,85	0,89	0,88
USD-EUR	1,11	1,13	1,18	1,12	1,13
USD-GBP	1,35	1,29	1,33	1,26	1,31
JPY-USD	108,82	112,20	110,47	108,50	105,60
CNY-USD	6,64	6,76	6,61	6,93	7,03

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

 Cuadro 4.6. **TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)**

	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	0,75	1,50	2,50	1,75	1,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,95	3,75

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.7. ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS
 (TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2016	2017	2018	2019	2020
Actividad					
PIB real	3,0	2,9	2,4	1,9	1,6
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,8	1,3
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,0	1,7
Formación Bruta de Capital	2,4	5,9	5,3	2,3	3,0
Equipo y Maquinaria	1,8	8,5	5,7	1,6	2,6
Construcción	1,6	5,9	6,6	2,9	2,6
Vivienda	8,9	11,5	7,7	3,5	3,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	2,0	3,0	2,6	1,3	1,7
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,0	2,9
Importaciones	2,6	6,6	3,3	0,2	3,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	-0,1	-0,3	0,6	-0,1
PIB nominal	3,4	4,3	3,5	3,2	2,5
(Miles de millones de euros)	1.113,8	1.161,9	1.202,2	1.240,0	1.271,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	2,7	2,6	2,7	2,2	1,4
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	14,1	13,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,8	2,8	2,5	2,2	1,4
Productividad aparente del factor trabajo	0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,2
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	0,7	1,1
IPC (fin de periodo)	1,6	1,1	1,2	0,9	1,4
Deflactor del PIB	0,3	1,4	1,1	1,2	0,9
Remuneración por asalariado	-0,6	0,7	1,0	2,7	2,8
Coste laboral unitario	-0,8	0,7	1,2	3,0	2,6
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,9	2,5	1,8	1,6	1,4
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,4	98,5	97,6	96,9	96,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,1	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9
Hogares					
Renta disponible nominal	2,7	2,9	3,7	4,4	4,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	7,5	5,9	6,3	8,3	9,8

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

- AA. P.P.: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA - GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- CC. AA: Comunidades Autónomas
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CRE: Contabilidad Regional de España
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE - BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GAU Gran Área Urbana
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- MEYSS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- OSR: Otros Sectores Residentes
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- TAE: Tasa anual equivalente
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria

Abreviaturas

- a/a: variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: miles de millones
- Pb: Puntos Básicos
- pm: Precio de mercado
- p.p.: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

Daniela Filip

marineladaniela.filip@bbva.com

678 25 16 06

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 82

Marta Pérez

marta.perez.beamonte.becas@bbva.com

+34 91 374 55 88

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Daniel Santos Torres

daniel.santos.torres.becas@bbva.com

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Sirenia Vázquez

sirenia.vazquez@bbva.com

+34 607 37 07 81

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

