

# Situación Navarra

2014

Unidad de España

- Navarra recupera el crecimiento en 2014 y lo acelerará en 2015
- La progresiva dinamización de la demanda interna, junto al soporte exterior, motores del crecimiento en la región
- El impacto de la revisión del crecimiento en Europa se contrarresta por una política monetaria más agresiva por parte del BCE
- Continuar con el impulso reformador será clave para lograr una recuperación intensa, sostenible y duradera

## Índice

1 Editorial	3
2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja	5
3 Perspectivas de crecimiento: Navarra	8
Recuadro 1. Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra en el 3º Trimestre de 2014: el tercer trimestre trunca la recuperación de la economía, que podría volver en el cuarto	30
Recuadro 2. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional	32
Recuadro 3. ¿Cuál es la sensibilidad de Navarra al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR	35
4 Las finanzas autonómicas en 2013 y entre 2003 y 2013	40
5 Tablas	47

**Fecha de cierre: 6 de noviembre de 2014**

## 1 Editorial

**La actividad económica continúa evolucionando de un modo similar al esperado, y desde hace algo más de un año se consolida un entorno de mayor crecimiento y perspectivas de creación de empleo para la Navarra.** Este escenario se ve confirmado por los indicadores más recientes, como la previsión de crecimiento del PIB que produce el modelo MICA-BBVA Navarra o la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Además, esta recuperación se está viendo acompañada de creación de empleo, que se inicia también a finales de 2013, pero que ha ido avanzando a un ritmo algo inferior al del conjunto de España. Hacia delante, se espera que esta recuperación se consolide durante los próximos meses, como sucederá en el conjunto de España. Así, el escenario más probable apunta a un crecimiento sostenido de la economía navarra en el horizonte de previsión, con incrementos del 1,4% en 2014 y del 2,2% en 2015.

Varios factores apoyan este escenario para la región. En primer lugar, **el crecimiento mundial se mantendrá fuerte**, incluso considerando la reciente moderación del crecimiento esperado para la UEM en 2015 y algunas incertidumbres geopolíticas. La aceleración de la actividad en estas economías y en España debería permitir al sector exterior de Navarra un mayor dinamismo, gracias en parte al proceso realizado de diversificación sectorial y geográfica hacia mercados de mayor potencial. La continuación de dicho proceso diversificador, junto con la obtención de ganancias de productividad y competitividad, constituyen los principales retos para Navarra a medio y largo plazo.

En segundo lugar, **el entorno de mayor certidumbre durante el último año ha facilitado que la demanda interna reduzca considerablemente su lastre sobre el crecimiento.** Por un lado, el proceso de devaluación interna ha permitido un aumento del ahorro de las empresas, que a su vez comienza a transformarse en mayor inversión. Por el otro, el consumo privado ha ido recuperando dinamismo y confianza en los últimos trimestres, en parte como consecuencia del mejor comportamiento de sus fundamentales (estabilización del empleo y la riqueza inmobiliaria, y aumento de la riqueza financiera), y en parte como consecuencia de estímulos fiscales transitorios, como el plan PIVE. En tercer lugar, a pesar de haber incumplido el objetivo de déficit en 2013, es probable que Navarra pueda cumplirlo en 2014, con lo que **se reduce el esfuerzo fiscal necesario en 2015 por parte del gobierno regional que, además, podría lograr aprobar una reducción impositiva.** En cualquier caso, el tono de la política fiscal se vuelve neutral, o incluso ligeramente expansivo dada la actual propuesta de reforma fiscal navarra.

En tercer lugar, y en respuesta a las menores expectativas de crecimiento para Europa, **el BCE ha puesto en marcha una política monetaria más agresiva**, que incluye medidas de expansión y estímulo del crédito. Estas medidas supondrán un apoyo en la recuperación para familias y empresas, castigadas, dada la fragmentación en Europa, por unos diferenciales de financiación mayores frente a sus competidores. Pero además, las medidas del BCE también están generando una depreciación del tipo de cambio euro/dólar que apoyará la recuperación de las exportaciones hacia destinos no-UE. Si bien esto no impedirá el necesario proceso de desapalancamiento de algunos sectores y agentes en próximos trimestres, los menores desequilibrios de Navarra facilitan una recuperación de la demanda de crédito.

Por tanto, **se espera que el sector exterior regional siga repuntando**, apoyado por la esperada **depreciación del euro frente al dólar durante el año próximo**, derivada de las políticas del BCE, y que podría alcanzar un 10% en promedio anual en 2015. Sobre la capacidad del sector exterior para continuar contribuyendo al crecimiento, en la actual publicación se incluyen dos recuadros de interés. El primero refleja la relevancia del esfuerzo diversificador del sector exportador navarro, tanto en productos como en destinos. En conjunto, el aumento de la diversificación explica el 76% del incremento de las exportaciones durante la crisis, por lo que es clave continuar con este esfuerzo de internacionalización para impulsar el crecimiento. El segundo analiza la sensibilidad de la economía navarra al ciclo europeo y se concluye que,

aunque la depreciación del euro frente al dólar puede verse compensada por el menor crecimiento del PIB, podría aportar hasta 5 décimas al PIB navarro en los próximos cuatro trimestres.

Sin embargo, **existen todavía algunos factores de riesgo que podrían frenar la recuperación**. De particular importancia será la duración de la falta de dinamismo en algunas economías europeas y la interacción con el proceso de reducción en precios. El agotamiento de las políticas, especialmente la monetaria, junto con la falta de voluntad para implementar nuevas reformas que mejoren el funcionamiento de la economía nacional y navarra, llevarían a un escenario de fragilidad. Asimismo, existe la posibilidad de que las últimas medidas del BCE no sean tan efectivas en impulsar el crédito como se presume inicialmente, y la incertidumbre sobre el entorno político podría aumentar durante los siguientes trimestres, lo que provocaría un incremento del ahorro precautorio de las familias y una disminución de la inversión de las empresas. En este contexto, la persistencia del desacuerdo entre las haciendas central y navarra sobre la recaudación del IVA, a pesar de la suspensión temporal del recurso judicial, y podría sesgar a la baja este escenario.

**En todo caso, también existen algunos sesgos al alza. En particular, el precio del petróleo** ha caído durante las últimas semanas más allá de lo esperado. Para una economía importadora como la navarra, el mantenimiento de los actuales niveles supondría una ganancia de competitividad importante para los exportadores y un ahorro no despreciable para las familias. Y en el conjunto nacional, si el descenso estuviera impulsado por la oferta y fuera duradero en el tiempo, las ganancias podrían añadir más de un punto de crecimiento al PIB español durante el próximo año.

A medio plazo, **Navarra debe volver a acelerar la evolución de su productividad por empleado, base del diferencial que disfruta con respecto al resto de España** en términos de renta per cápita, para continuar convergiendo con las principales regiones europeas y hacer compatible esta evolución con una mejora de la creación de empleo y de los salarios. Para ello, son necesarias **reformas que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios**, incentiven la inversión en capital físico y tecnológico, reduzcan las barreras a la creación y desarrollo de las empresas, y al tiempo, aumenten la productividad y el tamaño medio de las empresas. En particular, la adopción de las mejores prácticas en términos de regulación del sector servicios impulsaría sustancialmente el crecimiento del sector exterior regional. Finalmente, el Gobierno regional debe retomar su compromiso con la reducción del déficit autonómico. Todo esto será clave para impulsar el crecimiento del PIB per cápita y facilitar el proceso de convergencia con Europa.

Adicionalmente, son necesarias **medidas ambiciosas en el mercado laboral**, que incentiven la contratación fija, permitan que los salarios se ajusten a la productividad del trabajo y a las condiciones de la empresa, incrementen el atractivo de la contratación parcial a tiempo parcial y aumenten los recursos y, sobre todo, la eficiencia de las políticas activas de empleo. En ese sentido, la **Estrategia de Activación para el Empleo 2014-2016 se valora positivamente**<sup>1</sup>, si bien sería necesario aumentar su dotación presupuestaria, reorientar recursos hacia actuaciones que aumenten la empleabilidad de los trabajadores y que los desempleados fueran los principales destinatarios de las acciones formativas. Todo ello, para **seguir mejorando la eficiencia del sistema educativo**, de modo que permita la acumulación y atracción de un mayor capital humano, que explote e incremente el relativo mayor gasto en I+D+i de Navarra.

---

1: Véase Situación España, Cuarto Trimestre 2014, disponible aquí: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-cuarto-trimestre-2014/>

## 2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja

**El crecimiento de la economía mundial se ha acelerado de forma moderada durante los últimos meses.** De acuerdo al modelo GAIN<sup>2</sup> BBVA, el PIB mundial habría crecido el 0,8% trimestral en el 3T14. En todo caso, esta cifra podría verse sesgada a la baja por el repunte de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre.

**En 2015, el crecimiento global alcanzará el 3,7%, medio punto porcentual por encima de la estimación para 2014,** en gran medida por el apoyo de las políticas de demanda. **La política monetaria sigue siendo expansiva, mientras que la fiscal tendrá un tono menos restrictivo,** tanto en EE. UU. como en la eurozona. Incluso China considera la posibilidad de implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento a nivel nacional en caso de ser necesario<sup>3</sup>.

Adicionalmente, **el descenso de los precios del petróleo supone un sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global,** siempre y cuando sea el resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el **aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo**<sup>4</sup>. La menor transferencia de renta desde importadores a productores deja más margen a los primeros para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance positivo para el escenario económico global.

**En la eurozona, la recuperación está siendo más lenta de lo que se adelantaba al cierre del primer semestre.** El estancamiento del PIB en el 2T14 y su probable extensión al 3T14, con comportamientos más débiles en las economías más grandes, ha supuesto la **revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015**<sup>5</sup>. Esto parece ser, en parte, el resultado del impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia, que se estaría dejando sentir en el comercio y en los indicadores de confianza de las economías más expuestas a ella.

**En este escenario de bajas tasas de crecimiento e inflación, el BCE ha acentuado el tono expansivo de su política monetaria.** Ha implementado la primera subasta de financiación bancaria vinculada al balance de crédito. Además, ha puesto en marcha la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito. Todas las medidas, tanto las adoptadas como las potenciales, están orientadas a apuntalar el crecimiento, favorecer el acceso al crédito a empresas y familias y acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios. A esta meta ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, que es consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE. Mientras que la primera acometerá la retirada de estímulos, el segundo hará lo contrario y aumentará su balance.

**Un elemento adicional positivo para las condiciones de crecimiento de la zona del euro es el ejercicio de revisión de calidad de los activos y el test de estrés de los balances bancarios cuyos resultados se acaban de publicar.** Este proceso ha dado al mercado más información, y más homogénea, sobre el sector bancario europeo y supone la implementación de la supervisión común bancaria en la eurozona. Todo ello es condición necesaria para que el flujo de crédito bancario sea capaz de atender la demanda solvente.

2: Para más detalle sobre la metodología de BBVA Research GAIN, véase Global Economic Watch de marzo 2013, disponible en: <http://bit.ly/1nI5Rln>

3: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial, véase la revista Situación Global correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-global-2/>

4: El reciente descenso de los precios del petróleo es consecuencia no sólo de la mayor oferta, sino también de la apreciación del dólar y de una moderación de las expectativas de demanda, tanto en los países desarrollados como en los emergentes.

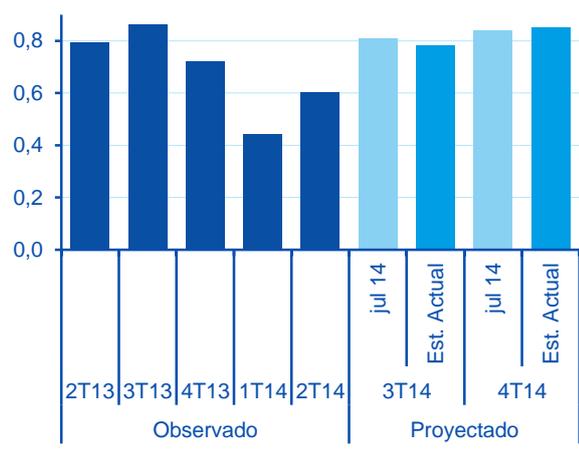
5: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía europea, véase la revista Situación Europa correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-europa-cuarto-trimestre-2014/>

En España, **la recuperación de la demanda avanza en línea con lo previsto**. Al crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva, se está uniendo gradualmente la inversión en construcción en vivienda que, por primera vez desde 2007, es probable que muestre tasas de variación positivas, aunque moderadas, durante la segunda parte del año. La mejora de la demanda nacional **se apoya principalmente en factores estructurales**, tales como la corrección de los desequilibrios internos, la reorientación productiva hacia el exterior, algunas de las reformas acometidas y las menores tensiones financieras. **Sin embargo, también confluyen algunos factores que incentivan la demanda de forma transitoria**, donde destacan el carácter expansivo de la política monetaria y el reciente giro hacia una política fiscal débilmente procíclica. Por tanto, se **espera que la economía española continúe creciendo en lo que resta del año a un ritmo suficiente para concluir el ejercicio económico con una expansión en torno al 1,3%**.

Hacia delante, las innovaciones incorporadas en el escenario global están dominadas por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía europea, lo que supone también una **revisión negativa de tres décimas en la previsión de crecimiento para España en 2015, hasta el 2,0%**. Con todo, la velocidad de la recuperación continúa siendo sólida y está plenamente avalada en factores tanto externos como internos. En el panorama económico internacional se sigue esperando una aceleración moderada de la economía global que, consecuentemente, procurará la **continuidad en la ampliación de la base exportadora**. A nivel interno, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y los estímulos a la demanda de la política económica resultarán en un **aumento generalizado de la demanda doméstica**.

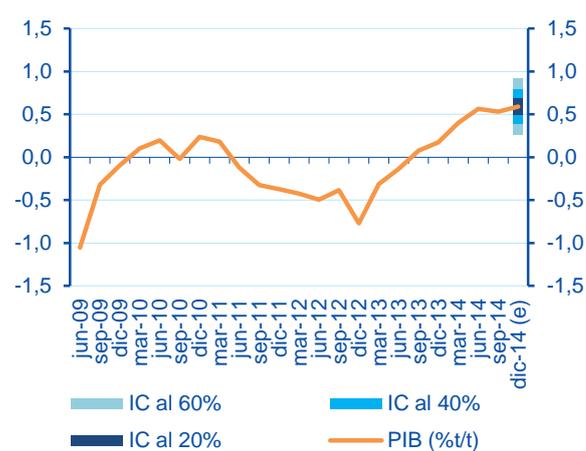
En cualquier caso, conviene recordar que **la recuperación no está libre de riesgos** y que persisten frentes abiertos cuya resolución es fundamental para consolidar el crecimiento a medio y largo plazo. A este respecto, **tanto en España como en Europa se debe trabajar en políticas de oferta que disipen las dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural**.

Gráfico 2.1  
**Crecimiento trimestral del PIB mundial (Previsiones basadas en el modelo GAIN BBVA, %)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)**



(e): estimación  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2.1

**España: previsiones macroeconómicas**

% a/a salvo indicación contraria	1T14	2T14	3T14 (e)	2013	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,2	2,0	1,8	-2,4	1,8	1,5
G.C.F Hogares	1,7	2,4	2,4	-2,3	2,1	1,8
G.C.F AA. PP.	-0,2	1,1	0,1	-2,9	1,0	0,9
Formación Bruta de Capital	-1,3	1,4	1,5	-3,7	0,7	4,2
Formación Bruta de Capital Fijo	-1,2	1,2	1,2	-3,8	0,6	4,3
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	0,7	1,9	1,7	-2,7	1,6	2,0
Exportaciones	7,4	1,7	2,7	4,3	3,7	5,3
Importaciones	8,6	3,9	3,2	-0,5	4,8	5,5
Saldo exterior (*)	-0,2	-0,7	-0,1	1,4	-0,3	0,1
PIB real pm	0,5	1,2	1,6	-1,2	1,3	2,0
PIB nominal pm	-0,1	0,8	1,6	-0,6	1,2	3,4
<b>Pro-memoria</b>						
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	-2,8	1,0	1,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	26,1	24,4	23,1
Empleo total (e.t.c.)	-0,4	0,8	1,2	-3,3	0,8	1,5

(\*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

### 3 Perspectivas de crecimiento: Navarra

Diversos factores han afectado a la economía navarra desde la presentación del anterior número de esta publicación, en abril de 2013<sup>6</sup>. Por un lado, a pesar de que el panorama internacional no estuvo exento de riesgos<sup>7</sup>, **los mercados financieros se han ido asentando en un tono más positivo**, marcados por la normalización de las entradas de flujos de capital, la revalorización de las cotizaciones bursátiles y la disminución de las primas de riesgo. En paralelo, se ha observado una **recuperación escalonada de la actividad y del empleo**, alentada también por una moderada reactivación de la economía europea en un contexto de tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos. Además, aunque la fragmentación del sector financiero en Europa todavía perdura, la política monetaria más agresiva del BCE ha permitido reducir los tipos de interés para familias y empresas, lo que supone un apoyo adicional para la recuperación.

**A pesar de esta mejora paulatina en el entorno internacional, 2013 fue un año de importante contracción de la economía navarra, cuyo PIB disminuyó un 1,5% según el INE, tres décimas más que la predicción de BBVA Research** y que la caída registrada en el conjunto de España (-1,2%). Una mayor corrección de la demanda interna en el primer semestre del año, junto con una recuperación de las exportaciones navarras que no llegó hasta la segunda mitad del año pasado, explican esta **peor evolución relativa de la economía navarra en el primer semestre del 2013**, condicionada por los momentos más difíciles de la segunda recesión en la eurozona. En el segundo semestre y, ya más claramente **a lo largo de 2014 la información coyuntural mostró una franca aceleración**, confirmando un escenario de retorno al crecimiento de la actividad en Navarra. De hecho, se observó una fuerte aceleración de la economía regional (en particular en los datos referentes al mercado laboral y a las ventas al exterior), que se trasladó a sucesivas revisiones al alza en las previsiones<sup>8</sup>. Con todo, el nuevo freno en las economías europeas en el tercer trimestre de 2014 se ha sentido en la economía navarra, truncando el perfil de aceleración que se venía observando. En consecuencia, se consolida el escenario de crecimiento del PIB regional en 2014 con una visión más optimista que hace un año y medio pero, con una ligera corrección, frente a lo esperado hace tres meses.

La mejora cíclica de los ingresos públicos podría permitir una política fiscal algo menos contractiva en aquellas AA. PP que tengan espacio para ello. Por ejemplo, el Gobierno central presentó a finales del segundo trimestre los anteproyectos de ley de la reforma fiscal que, en esencia, suponen una reducción escalonada de la imposición directa –IRPF e Impuesto de Sociedades– en 2015 y 2016 en el resto de España. En la fecha de cierre de este informe, Navarra estaría en vías de aprobar una reducción análoga (el gobierno y PSN han anunciado un acuerdo) que, si finalmente se aprobara, supondría un impulso adicional a la demanda privada interna en el corto plazo.

En definitiva, **la demanda interna se verá soportada** por la restauración de la confianza, la recuperación del empleo, la reducción del coste de financiación derivada del paquete de medidas de expansión monetaria y estímulo al crédito<sup>9</sup> adoptadas por el BCE y una política fiscal menos contractiva, y por el **efecto arrastre del sector exterior**. Además, Navarra se verá apoyada por una menor corrección de desequilibrios acumulados antes y después de la crisis. Todo lo anterior supone que **para el año en curso se espere un**

6: Véase Situación Navarra, 2013 en: [https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/1304\\_Situacionnavarra\\_tcm346-383139.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/1304_Situacionnavarra_tcm346-383139.pdf)

7: Donde cabe mencionar la inestabilidad política de algunos países europeos, la incertidumbre fiscal en EE. UU. y la desaceleración de la actividad en ciertas economías emergentes.

8 Véanse, al respecto los números de Situación España correspondientes al primer, segundo y tercer trimestre de 2014.

9: Especialmente destaca una nueva disminución de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 0,05%, la reducción de la retribución de la facilidad de depósito hasta el -0,1%, la implantación de un nuevo programa de Operaciones de Financiación a Largo Plazo y, finalmente, la renovación de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria: en caso necesario se seguirán implementando medidas tanto convencionales como no convencionales.

**crecimiento del PIB del 1,4%, y que éste se acelere hasta el 2,2% en 2015, en ambos casos por encima de la media de crecimiento de España (+1,3% y 2,0%, respectivamente, en 2014 y 2015).**

Dicha estimación no está exenta de **riesgos: en el plano fiscal**. Incluso siendo probable que en 2014 el gobierno navarro logre cumplir con el objetivo de déficit autonómico, los acuerdos que deben alcanzarse con el gobierno central, en particular por el contencioso del IVA<sup>10</sup> -cuya vía jurídica se encuentra actualmente en suspenso- podrían suponer una necesidad de ajustes adicionales relevantes. Además, en un plano más general, el **ritmo de recuperación en las economías de los principales socios comerciales, la incertidumbre que se pueda derivar de eventos geopolíticos y los avances en las reformas** en el seno de la UE, en España y, particularmente, en Navarra condicionarán la evolución económica a corto plazo.

En todo caso, de cara **al medio y largo plazo, es indispensable continuar profundizando en los retos pendientes que enfrenta la economía de Navarra**, particularmente en relación a la inaceptablemente elevada tasa de paro, a la mejora del capital humano y al aumento de la productividad.

## Fuerte contracción de la economía navarra en la primera parte de 2013

Tras un 2012 marcado por la desconfianza, el aumento de las tensiones financieras y la aceleración de los procesos de consolidación fiscal y reformas estructurales que provocaron una caída del PIB del 1,6% (en línea con la caída de España), **2013 volvió a ser un año similar de recesión en Navarra (del -1,5% según la Contabilidad Regional de España –CRE- publicada por el INE<sup>11</sup>), con una caída del PIB más acentuada que la española (-1,2%), a pesar de las mejoras del contexto internacional y de las condiciones financieras.**

**Los últimos datos disponibles muestran cómo, tras el primer semestre de 2013 en negativo (con el peor registro en el 1T13, una caída de -0,9% t/t), la economía navarra ha retomado la senda de crecimiento, acelerándose paulatinamente la actividad en 2014**, desde que se recuperaron las tasas positivas de crecimiento trimestral en 3T13. Así, la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra empezó a mostrar una señal positiva en el tercer trimestre de 2013, que se mantuvo hasta que, en la última encuesta realizada en 3T14, la mayoría de encuestados opinaron que la actividad no habría experimentado un avance adicional (véase el Gráfico 3.1) Por su parte, el MICA-BBVA para Navarra refleja que, a pesar de un 2013 más contractivo, en el último trimestre de ese año la economía navarra habría vuelto al crecimiento. Desde entonces, la actividad se habría acelerado, estimándose crecimientos del PIB ligeramente superiores al 0,5% t/t en la región para los primeros trimestres de 2014 (véase el Gráfico 3.2), si bien esta mejoría parece matizarse en la parte final del año por la desaceleración europea. Con todo, la recuperación de la economía navarra continúa mostrando dinamismo y esta desaceleración podría ser temporal. **De cara a 2015, la información conocida a fecha de cierre de este informe sugiere una continuidad del tono expansivo de la actividad** ya visto en 2014, fundamentalmente debido a una recuperación paulatina del consumo, sobre todo privado (véase el Gráfico 3.3), a la reducción de la aportación negativa de la inversión y a la recuperación del sector exterior, que se apoyará en la mejora de la economía europea y la depreciación del tipo de cambio.

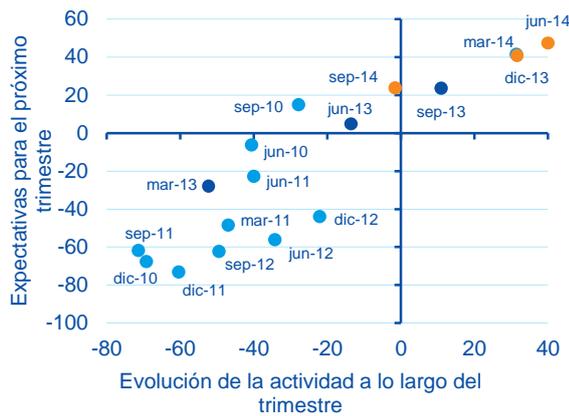
En todo caso, **el escenario no está exento de riesgos**: la velocidad de absorción de los desequilibrios internos aún pendientes, especialmente en términos de mercado laboral, el desempeño del sector exterior y

10 Navarra y el Estado han acordado suspender el recurso presentado ante el Tribunal Supremo y derivar a la comisión coordinadora del Convenio Económico, el desacuerdo sobre la devolución del IVA de determinadas exportaciones de automóviles entre 2007 y 2011, por los que el Estado reclama 1.513 mill.€ a la Comunidad Foral.

11: Los datos actualmente publicados por el INE de la Contabilidad Regional de España son en Base 2008, no siendo consistentes con la información publicada por esta institución el 25 de septiembre, en la que se ofrece, sólo para el conjunto de España, el cuadro macroeconómico en base 2010. Además, también difieren ligeramente de los publicados por el Instituto de Estadística de Navarra (IEN), que son del -1,5% para 2012 y -1,3% para 2013 a/a, debido a que las tablas input output y los años base pueden diferir entre la Contabilidad Trimestral Autonómica (CTA) y la CRE.

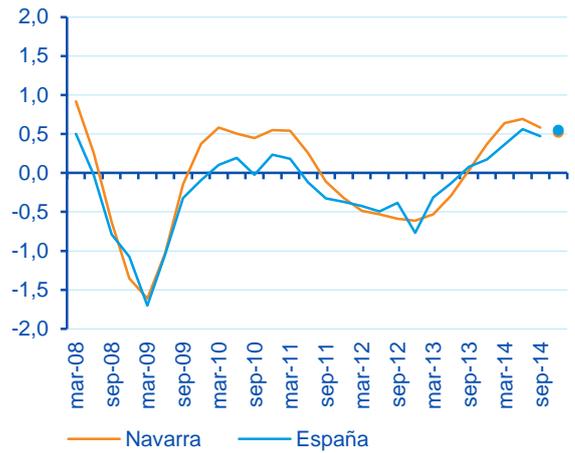
su capacidad de trasladar dinamismo a la demanda interna, marcarán la coyuntura económica navarra durante los próximos trimestres, junto con la propia evolución del ciclo europeo. Así pues, la **clave para la recuperación de un franco dinamismo en la economía navarra sigue estando en el grado de implementación de reformas estructurales ambiciosas, la reducción de la incertidumbre fiscal, y en la evolución de los principales mercados exteriores.**

Gráfico 3.1  
**Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra (saldo de respuestas extremas, %)**



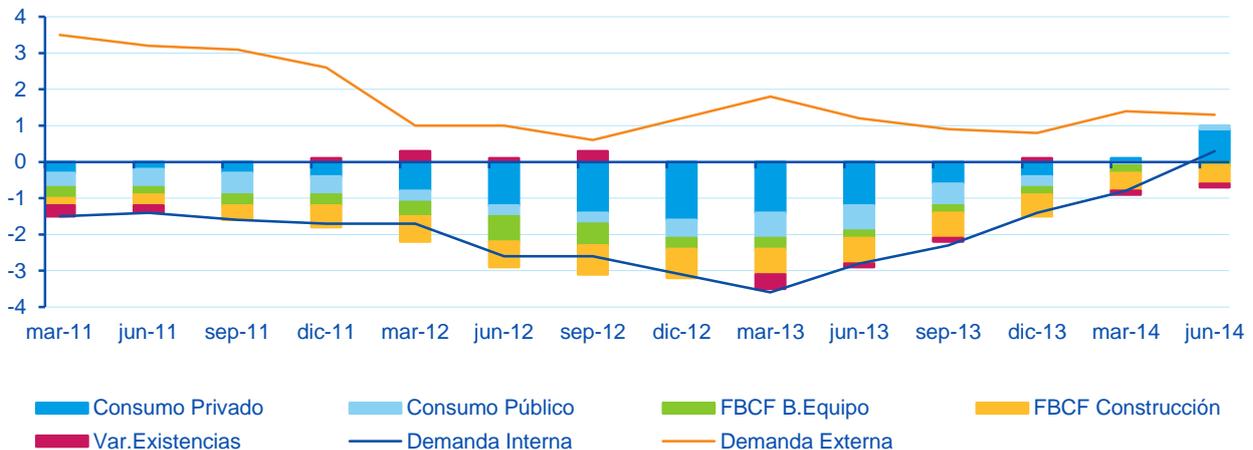
Fuente: BBVA Research a partir de INE y fuentes nacionales

Gráfico 3.2  
**Navarra y España: crecimiento estimado del PIB por modelos MICA-BBVA (% t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.3  
**Navarra: PIB trimestral y contribuciones por componentes de la demanda (% a/a, ciclo-tendencia)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Signos de recuperación del consumo privado

En línea con lo observado en el conjunto de España, el progreso del mercado laboral y la renta disponible de las familias, la mejora de la percepción sobre la situación económica<sup>12</sup>, el aumento de la riqueza financiera neta<sup>13</sup> y la vigencia del programa PIVE<sup>14</sup> permitieron un **punto de inflexión en el**

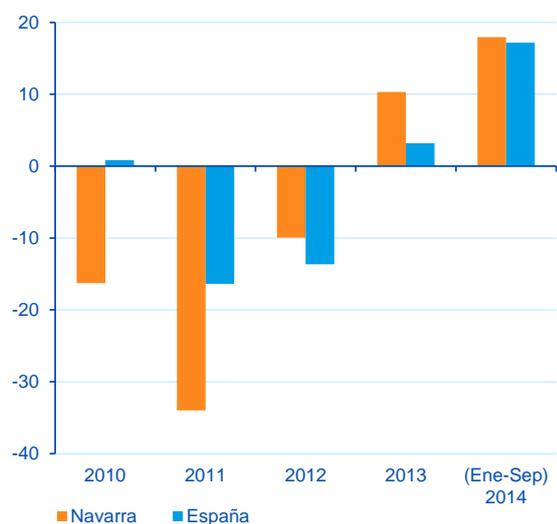
12: Ver gráfico 3.1 y, para mayor detalle, ver Recuadro 1.

13: Para el conjunto de España, se estima que un incremento del 1% trimestral de la riqueza financiera neta real genera un aumento acumulado del consumo privado del 0,2% durante los cuatro siguientes trimestres.

**comportamiento del consumo interno de Navarra durante 2013.** En concreto, una vez corregidos de variaciones estacionales y de calendario (CVEC), los indicadores parciales de coyuntura comenzaron a mostrar tasas de crecimiento trimestrales positivas en la región, algunas ya en el primer trimestre -matriculaciones, índice de actividad del sector servicios (IASS)-, o más claramente en la segunda parte del año, como fue el caso de las ventas minoristas. Esta mejora progresiva permitió un crecimiento anual del 11,7% de las matriculaciones, pero no fue lineal ni continuada en todos los indicadores: tanto el IASS como las ventas minoristas cayeron en 2013 en Navarra (4,5% y 2,4% respectivamente) más que el agregado nacional.

**Los datos disponibles del presente ejercicio apuntan a una mejora en el consumo privado** (véase el Gráfico 3.3). Una inflación contenida y la paulatina reducción de los tipos de interés –asociada a un tono expansivo de la política monetaria del BCE y a la reducción de la fragmentación financiera en Europa- afianzan la recuperación del consumo doméstico. Así, el incremento en Navarra es de casi el 18% a/a en el caso de las matriculaciones con datos hasta septiembre (véase el Gráfico 3.4) y podría superar el punto porcentual en las tasas trimestrales desestacionalizadas promedio del IASS (+2,2% hasta el tercer trimestre, que podría cerrar en +1,4% en 2014), gracias a los incrementos de la primera mitad del año (véase el Gráfico 3.5), como ocurre también en las ventas minoristas. Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica de BBVA (véase el Recuadro 1) que evidencian mejoras en la confianza y repunte de las ventas al por menor en el primer semestre del año 2014, junto con un relativo parón en el 3T14, que se estima temporal por parte de los encuestados a tenor de unas perspectivas más favorables para el cuarto trimestre. Hacia delante, se espera una continuidad del ritmo de expansión del consumo interno apoyado en la recuperación del mercado laboral, la ausencia de presiones inflacionistas y tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos.

Gráfico 3.4  
**Navarra y España: variación de las matriculaciones (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de Dirección General de Tráfico

Gráfico 3.5  
**Índice de actividad del sector servicios (% crecimiento medio trimestral desestacionalizado)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE. 2014 (p) es la previsión con datos conocidos hasta 3T14

14: El PIVE tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. Según las estimaciones de BBVA Research, el PIVE ha aportado en torno a 9 décimas de consumo privado desde su primera convocatoria en octubre de 2012 para el conjunto de España.

## Navarra debería cumplir el objetivo de 2014 sin necesidad de medidas adicionales

En 2013 la Comunidad Foral de Navarra redujo su déficit en 0,3 pp hasta situarlo en el 1,4% del PIB regional, incumpliendo así el -1,2% del objetivo de estabilidad acordado para dicho ejercicio (véase el Gráfico 3.6). No obstante, 0,5 puntos de dicho déficit se atribuyen a un ajuste en contabilidad nacional por unos pagos realizados por Navarra al Estado en 2013, imputables a 2012. Sin dicho ajuste, el déficit de la Comunidad Foral se habría situado por debajo del 1%. Así, y como puede observarse en el Gráfico 3.7, **en 2013 continuó la política de ajuste fiscal y la reducción del déficit se concentró en los otros gastos de capital y, en menor medida, en los consumos intermedios**. Como resultado, la deuda autonómica de Navarra se elevó hasta el 17,7% de su PIB, y volvió a situarse por debajo de la media autonómica (20,2%).

La especial característica del sistema foral de Navarra le ha permitido financiarse en los mercados financieros tradicionales, sin la necesidad de recurrir a los mecanismos de provisión de liquidez del Gobierno central. Así, durante los primeros meses de 2014 el Gobierno de Navarra volvió a emitir deuda por un importe equivalente a 1,6 pp del PIB regional. Como consecuencia, en el primer semestre de 2014 la deuda se incrementó hasta el 19,1% del PIB, por encima del 17,4% del objetivo de deuda para final de año (véase el Gráfico 3.8).

Los datos conocidos, hasta agosto de 2014, muestran que **la ejecución presupuestaria en la Comunidad Foral de Navarra está teniendo un mejor desempeño que el observado el año pasado, fundamentalmente por parte de los ingresos**. Así, la recaudación impositiva hasta agosto de 2014 aumentó casi un 16% frente al mismo periodo de 2013, favorecida por el dinamismo registrado por los ingresos del IVA. Por su parte, los gastos de la comunidad se mantuvieron prácticamente estables respecto al mismo periodo del año anterior, con caídas tan sólo en las transferencias corrientes entre administraciones públicas y en las subvenciones. Como resultado, **en agosto de este año, el déficit de Navarra se situó en torno al 1,4% de su PIB, más de un punto porcentual por debajo del registrado hasta agosto de 2013** (véase el Gráfico 3.9).

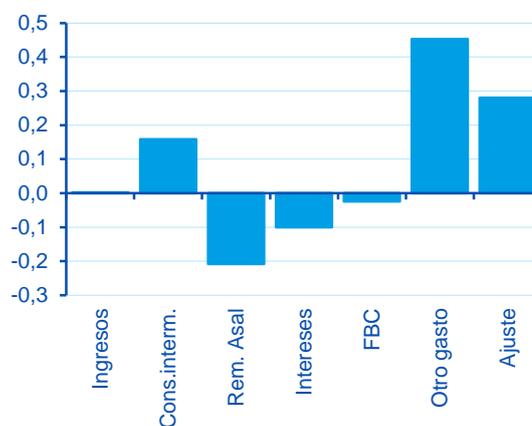
En este contexto, y con la información disponible sobre el Plan económico financiero para 2014, **resulta probable que Navarra cierre 2014 cumpliendo con su objetivo de estabilidad (-1,0%)**. Para 2015, el anteproyecto de Ley de presupuestos prevé que Navarra continúe con la política de reducción de costes – mediante la reordenación del sector público, fundamentalmente- y propone cerrar dicho ejercicio cumpliendo con el objetivo de estabilidad (-0,7% del PIB regional). El cumplimiento de dicho objetivo es factible, siempre y cuando se confirme la consecución del de 2014.

Gráfico 3.6  
C.F. Navarra: capacidad / necesidad de financiación (% PIB regional)



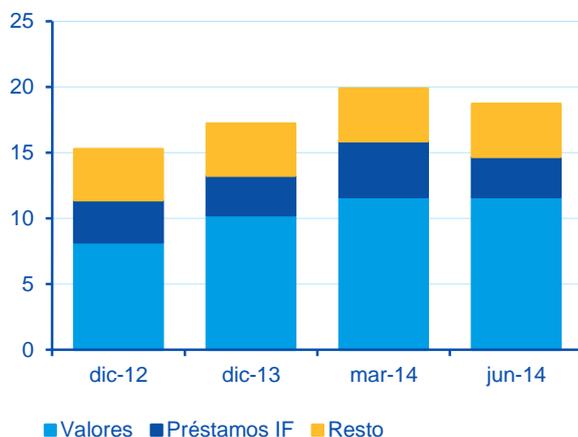
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.7  
C.F. Navarra: descomposición del ajuste fiscal en 2013 (puntos porcentuales del PIB regional)



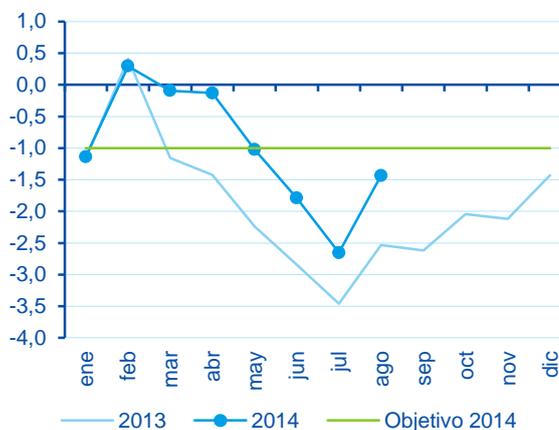
Nota: (+) disminuye el déficit por un incremento de los ingresos y/o una caída del gasto; (-) aumenta el déficit, por una caída de los ingresos y/o un incremento del gasto.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.8  
C.F. Navarra: deuda según PDE (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.9  
C.F. Navarra: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación (PIB regional)



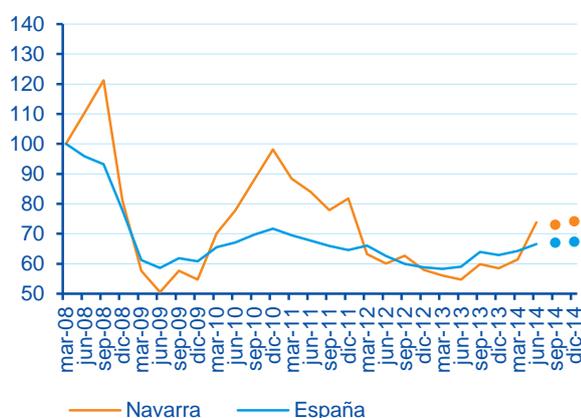
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## La inversión en equipo se recupera progresivamente

La **evolución de la inversión en equipo es fiel reflejo de la recuperación que se observa en la economía navarra**. Un mejor paso por la fase inicial de la crisis y una mayor recuperación de la misma en 2010 y 2011 (apoyados, además de por el sector exterior, por los menores desequilibrios financieros de las empresas y por la menor dependencia del sector de la construcción) propiciaron una menor corrección de la inversión antes de entrar en la segunda fase recesiva de la crisis, a final de 2012. Tras un ajuste algo mayor en 2013, en la recuperación actual **parece detectarse un mayor dinamismo de la inversión en bienes de equipo en Navarra**. Las importaciones de bienes de equipo que, en 2013 cayeron 6,1% y 1,3% en Navarra

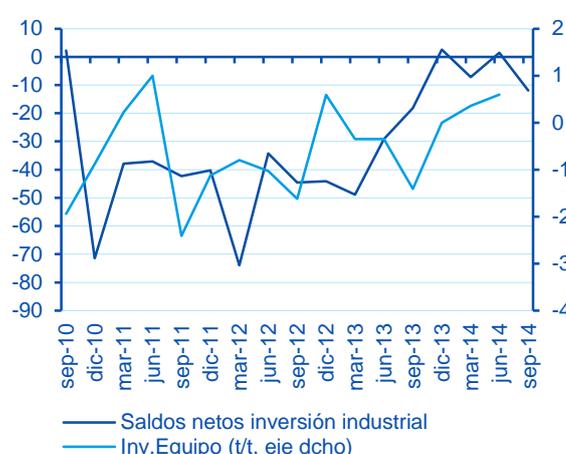
y España respectivamente, se aceleran desde 2T13, superando las de los dos últimos años (véase el Gráfico 3.10). De acuerdo con las previsiones de BBVA Research, en términos desestacionalizados las importaciones de bienes de equipo en Navarra en el 3T14 se podrían situar un 22,1% por encima de las observadas en 3T13 (frente al 4,8% de incremento observado en el conjunto de España). Asimismo, según el Instituto de Estadística de Navarra la inversión en maquinaria y bienes de equipo creció un 0,5% t/t de media en el primer semestre de 2014. En todo caso, la señal relativa a la inversión industrial contenida en la Encuesta BBVA de Actividad Económica realizada en Navarra indica un empeoramiento en 3T14 (véase el Gráfico 3.11), coincidente con la reciente pérdida relativa de dinamismo en algunos países de la eurozona.

Gráfico 3.10  
**Navarra y España: importaciones de bienes de equipo (1T08=100, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

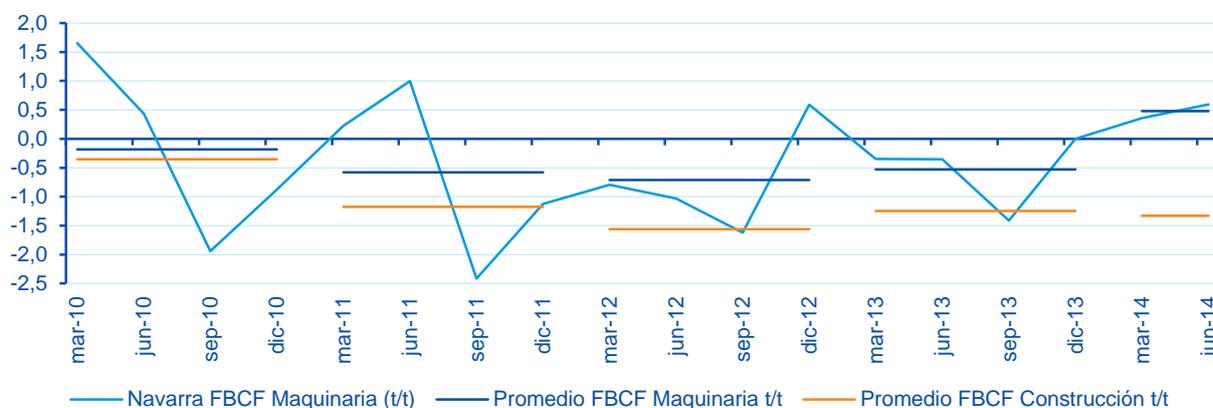
Gráfico 3.11  
**Navarra: inversión industrial según Encuesta BBVA de Actividad Económica e Inversión en Maquinaria (saldo de respuestas y t/t, %)**



Fuente: BBVA Research, a partir de Encuesta BBVA e IEN

En cualquier caso, la evolución reciente de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) parecería indicar un desacompasamiento en el comportamiento de la FBCF de maquinaria respecto a la FBCF de construcción en 2014 (véase el Gráfico 3.12), que avanzaría en la corrección de desequilibrios acumulados en el periodo de crisis y evolución hacia un modelo productivo diferente.

Gráfico 3.12  
**Navarra: Formación Bruta de Capital Fijo en Maquinaria y Construcción (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de IEN

## La recuperación del sector inmobiliario no termina de llegar a pesar de los menores desequilibrios

Navarra es una de las regiones donde el sector inmobiliario acumuló menores excesos durante la primera mitad de la pasada década y, en consecuencia, hoy es una de las regiones con menores desequilibrios. Según las cifras del Ministerio de Fomento, el pasado año concluyó con un stock de viviendas nuevas sin vender equivalente al 0,4% del parque residencial, muy por debajo del 2,2% de media española. Con esto, puede decirse que **Navarra no presenta un problema de sobreoferta de vivienda**, como sí se observa en otras comunidades autónomas.

A pesar de que el exceso de oferta no es un problema para el mercado inmobiliario de la región, **la escasa diversificación de la demanda de vivienda se presenta como una debilidad**. La relevancia de la segunda residencia es menor que en otras comunidades, a lo que contribuye tanto la menor demanda de vivienda por parte de extranjeros, como una menor demanda de residentes en España y en la propia comunidad. Aunque en 2013 el nivel de ventas fue de menos a más, la demanda de vivienda se mostró más débil que en 2012 como consecuencia de la mayor contracción de la economía y del cambio fiscal que afectó a la vivienda<sup>15</sup> que supuso un adelantamiento de las operaciones a los últimos compases de 2012. Este descenso (-24,0% frente al -17,3% de media en España) fue debido a la caída de la demanda doméstica, ya que la demanda de españoles residentes en otra comunidad autónomas consiguió amortiguar ligeramente esta contracción.

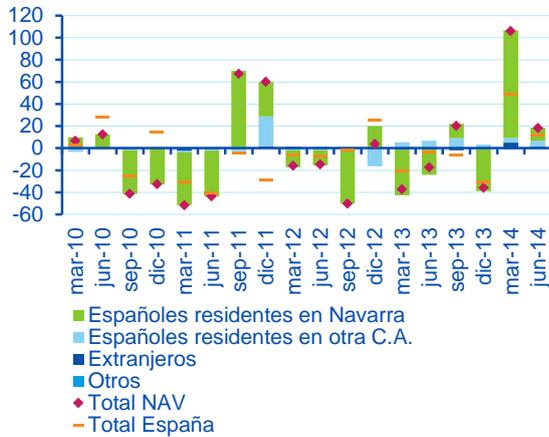
En 2014, aunque en términos trimestrales las ventas entre abril y junio se mostraron relativamente débiles, **las operaciones del primer semestre del año en curso mostraron un crecimiento interanual importante**, como consecuencia del efecto base causado por la subida del IVA de la vivienda (véase el Gráfico 3.13). Pese a ello, el nivel de ventas en la región continúa siendo muy inferior a las registradas en años anteriores.

A pesar del mayor deterioro de la demanda del pasado año, durante 2013 el precio de la vivienda en términos reales en Navarra se mantuvo constante, frente a la caída del 7,2% de media en España. Por el contrario, durante los dos primeros trimestres del año en curso, el precio se redujo a una tasa promedio del 1,6% t/t (cvec), un descenso superior a la media nacional (-0,7% t/t). Con todo, la caída acumulada del precio de la vivienda en Navarra es del 24,5% (frente al 37,9% en España).

**La debilidad de la demanda mantiene la actividad constructora en mínimos pese a la ausencia de sobreoferta**. Durante 2013 los visados experimentaron una contracción del 50% respecto a los aprobados en el año anterior, notablemente superior a la caída del 22% de media en España y superior a la contracción registrada en 2012 (-34% a/a). Sin embargo, en el transcurso de 2014 se aprecia una notable moderación de la caída: entre enero y agosto, último dato disponible, la firma de visados se contrajo el 12% respecto al mismo periodo del año anterior (véase el Gráfico 3.14). Una moderación que contrasta con el aumento de algo más del 3% a/a registrado a nivel nacional.

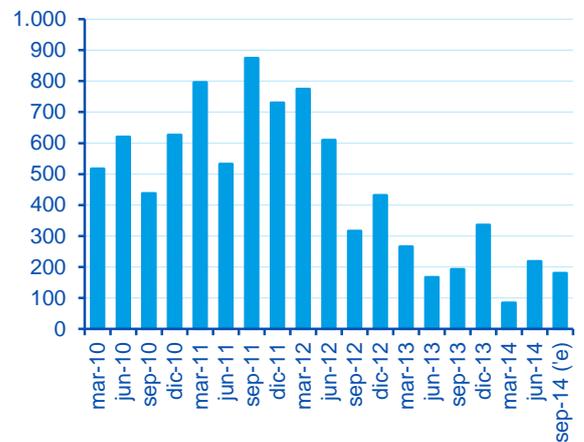
15: En Navarra y País Vasco se mantuvieron las deducciones por compra de vivienda habitual que desaparecieron el 1 de enero de 2013 en el resto de las comunidades autónomas. Sin embargo, la vivienda sí se vio afectada por la subida del IVA del 4% al 10%.

Gráfico 3.13  
**Navarra: contribución al crecimiento interanual de las ventas de vivienda (en pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.14  
**Navarra: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)**

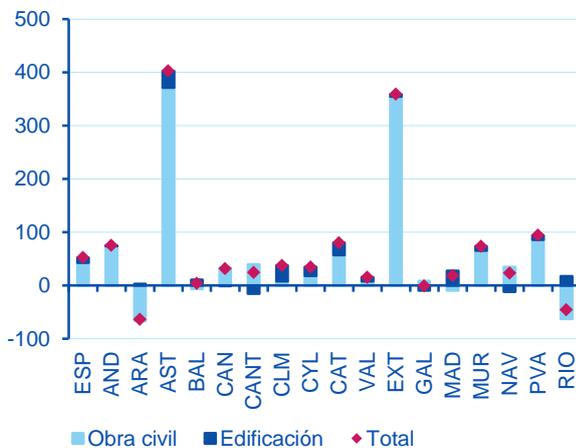


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

## La licitación muestra un avance más lento que la media española

Durante los ocho primeros meses del año, el presupuesto destinado a obra pública en Navarra creció el 23,0% respecto al mismo periodo de 2013, por debajo de la media española (52,3%), que contrasta con el retroceso que experimentó la nueva obra pública en el pasado año, cuando cayó casi el 60% respecto a 2012. Con todo, la licitación sigue encontrándose muy por debajo de los niveles pre crisis. El desglose por tipo de obra pone de manifiesto que el incremento de la licitación ha venido por el lado de la obra civil, ya que entre enero y agosto la licitación de edificación se redujo: el presupuesto de obra civil aumentó el 54% a/a, mientras que el de edificación cayó el 32%. Con esto, el presupuesto de obra civil ha pasado de representar el 62% del presupuesto total en 2013 a algo más del 80% en los ocho primeros meses del año en curso (véase el Gráfico 3.15).

Gráfico 3.15  
**Obra pública por tipología: contribución al crecimiento interanual (1S14, p.p.)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.16  
**Navarra: presupuesto de licitación por agentes (millones de euros)**



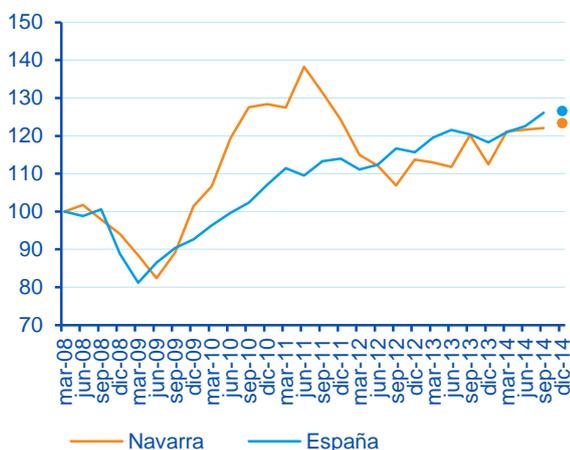
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Al diferenciar entre organismos financiadores, se aprecia un aumento del peso del Estado en la financiación de la obra pública en la región, aunque su proporción sigue siendo muy inferior a la de los Entes Territoriales. Así, el acumulado de los ocho primeros meses del año muestra que el presupuesto del Estado se elevó hasta el 6,7% del total tras casi triplicarse respecto a los ocho primeros meses de 2013. Por su parte, la licitación a cargo de los Entes Territoriales mostró un aumento del 18,3% en el periodo (véase el Gráfico 3.16). Durante los ocho primeros meses del año, el grueso de la licitación en la primera mitad de 2014 se dedicó a obras de urbanización, a obras hidráulicas y a obras de carreteras.

### La fortaleza del sector exterior navarro impulsa la velocidad de la recuperación

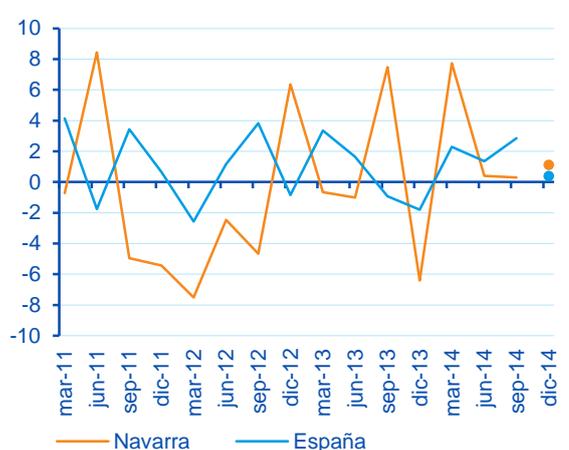
Navarra se caracteriza por ser una de las regiones con mayor **peso de las exportaciones de bienes en su PIB, que superan el 40%**, y por el fuerte peso del sector automóvil en las exportaciones de bienes, que alcanza el 45% del total. Tras la fuerte corrección de 2012 (caída real del -15,1% de las exportaciones), consecuencia de la desaceleración en los principales mercados europeos y, en particular, en el automóvil<sup>16</sup>, las **ventas al exterior de Navarra iniciaron un proceso de recuperación paulatina, que las llevó a crecer un 2% real en 2013**, ligeramente por debajo todavía del crecimiento de España (+3,8%). Los datos desestacionalizados disponibles del **2014 indican que el ritmo de crecimiento de las exportaciones regionales habría superado al de España**, con un crecimiento interanual del 5,7% en el caso de Navarra, por 2,2% en el conjunto nacional (véase el Gráfico 3.17), a pesar de una posible desaceleración del crecimiento en el último semestre de este año.

Gráfico 3.17  
Navarra y España: Exportaciones reales (mar-08=100; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.18  
Navarra y España: Exportaciones reales (t/t; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

**El análisis por destino de las exportaciones navarras en 2013** se puede caracterizar por la evolución de tres grupos de países (véase el Gráfico 3.19). Por un lado, **pequeños incrementos en los dos principales mercados europeos**, que absorbieron el 40% de las exportaciones Navarras: Francia (+0,8% a/a) y Alemania (+4%). Por otro lado, una **evolución dispar en mercados occidentales tradicionales** que en conjunto suponen un 24% de las exportaciones: caídas superiores al 20% en Italia y EE. UU., frente a un incremento del 36,5% en ventas al Reino Unido. Y, finalmente, **importantes crecimientos en el conjunto**

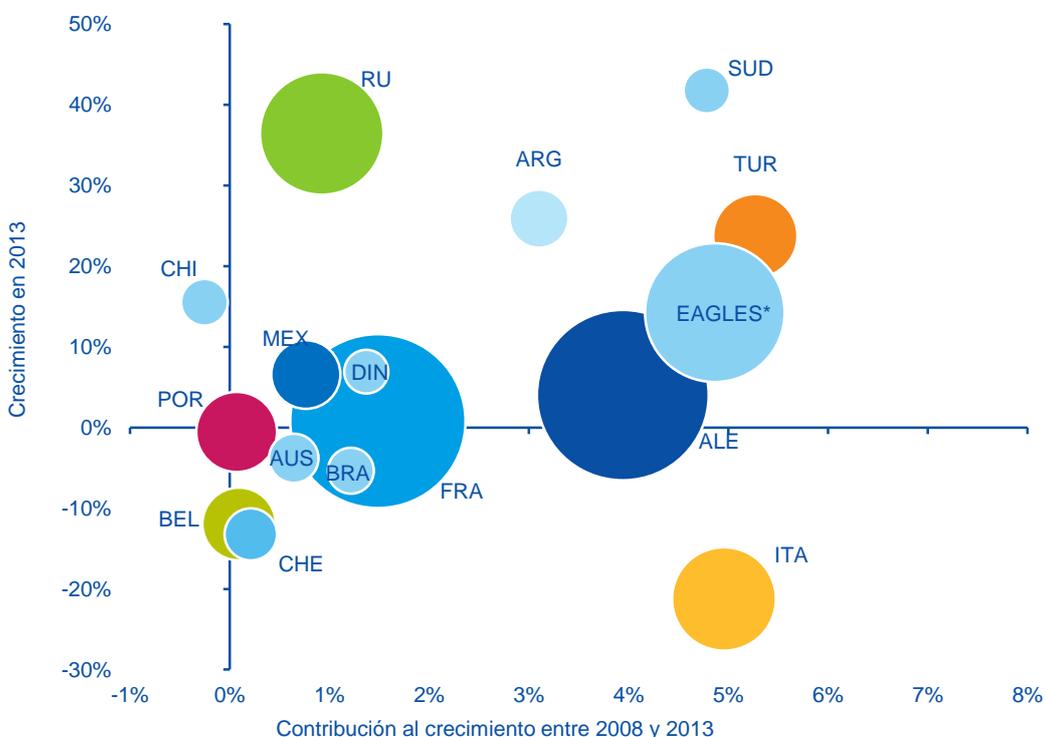
16: Véase Situación Navarra 2013, pág.13-15, disponible aquí: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1304\\_Situacionnavarra\\_tcm346-383139.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1304_Situacionnavarra_tcm346-383139.pdf)

de países EAGLES<sup>17</sup>, con un crecimiento de 14,4%, destacando Turquía (+23,8%), China (+15,5%) y, en sentido negativo, Brasil (-5,4%) con lo que, en conjunto, absorbieron un 11% del total de ventas exteriores de Navarra, duplicando su peso medio en el periodo 2000-2007.

En 2014, los datos disponibles hasta agosto revelan un **crecimiento nominal total del 8,5% a/a, que se ha acelerado en el caso de Europa hasta +9,7% a/a** (en exportaciones nominales a la UE-28), más moderado en el caso de Asia (+5,6% a/a) y con un incremento del 33% en América Central y del Norte, que el año pasado fue destino del 6% de las ventas al extranjero para Navarra. Las características y efectos de la diversificación de las exportaciones navarras se analizan con mayor profundidad en el Recuadro 2 de esta publicación.

Gráfico 3.19

**Navarra: crecimiento de las exportaciones en 2013 vs aportaciones al crecimiento 2008-2013 (tamaño de bola: peso en exportaciones nominales 2013)**



Fuente: BBVA Research a partir de IEN

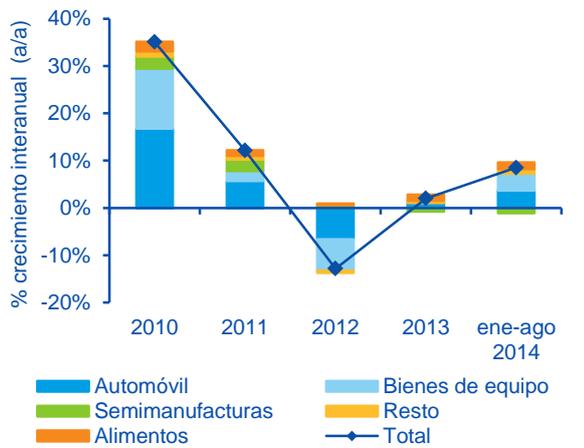
**El crecimiento de las exportaciones navarras sigue, por tanto, relativamente más expuesto a una posible desaceleración de la eurozona y condicionado a continuar el proceso de expansión en mercados de mayor potencial, y en especial los de América, donde el peso relativo de las exportaciones navarras es aún pequeño.**

Desde un punto de vista sectorial, **el repunte de las ventas exteriores nominales de Navarra** hasta agosto (véase el Gráfico 3.20) se debe al **automóvil y los bienes de equipo** (aportan 3,7 y 3,6 p.p. respectivamente), que son los que han marcado el devenir de las exportaciones en los últimos años, a la baja en 2012 y al alza en el resto de años. En sentido contrario, las semimanufacturas cayeron 4,8% el año pasado y aceleran su pérdida en éste, con datos hasta agosto, al caer 8,5% a/a.

17: EAGLES-BBVA: Emerging and Growth-Leading Economies, Economías Emergentes y Líderes de Crecimiento. Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

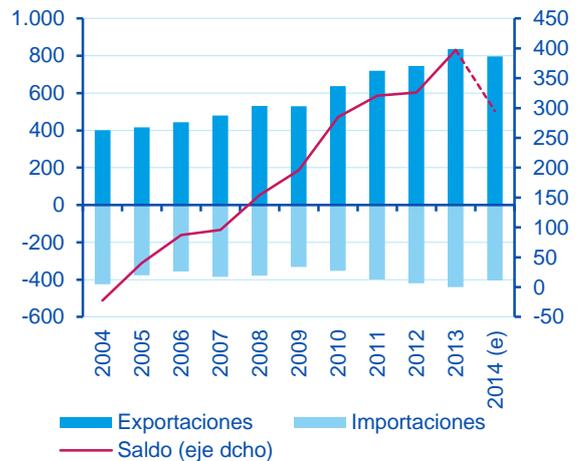
Adicionalmente, destaca la **buena evolución de las ventas del sector alimentario**: crece 12,4% en lo que va de año, que coincide con la media de crecimiento de los últimos cinco años, y aportaría 1,4 p.p. al crecimiento interanual en 2014. **En diez años, el sector ha duplicado el valor en euros corrientes de sus exportaciones**, que superaron los 800 mill.€ en 2013. El Gráfico 3.21 muestra la evolución de exportaciones e importaciones de alimentos, donde se observa el crecimiento del sector en el comercio exterior navarro y su **creciente superávit comercial**, que podría rondar los 400 mill.€ en el año 2014, frente al ligero déficit del año 2004.

Gráfico 3.20  
**Exportaciones navarras de bienes: aportación sectorial (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

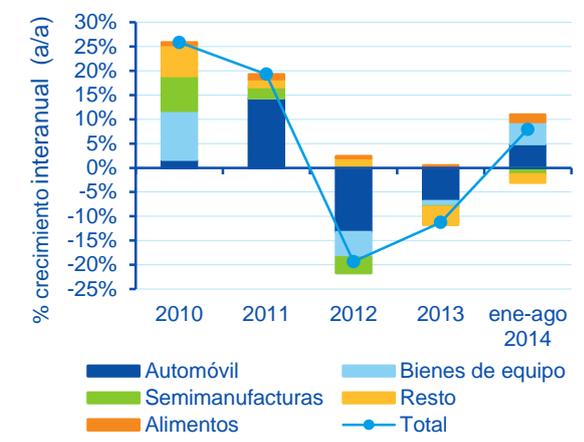
Gráfico 3.21  
**Alimentos de Navarra: exportaciones, importaciones y saldo 2004 - 2014\* (mill.€)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex. 2014 toma 12 últimos meses hasta agosto

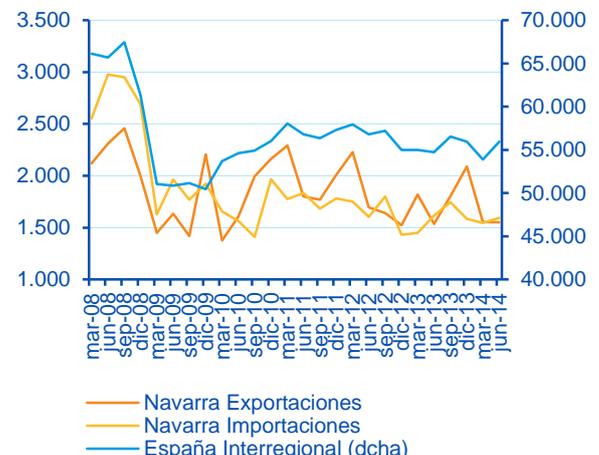
Del análisis de las **importaciones navarras** hasta agosto (véase el Gráfico 3.22) se deduce un **crecimiento del 7,9% en 2014**, algo menor que el de las exportaciones, protagonizado también **por el sector del automóvil** (aporta 4,6 p.p., tras dos años de caídas), que crece a una tasa interanual del 15% y **los bienes de equipo** (4,5 p.p.) que, crecen el 24% a/a. Como se ha comentado anteriormente, su evolución podría estar señalando una recuperación de la inversión, apoyada, entre otros, en la buena evolución de las ventas exteriores.

Gráfico 3.22  
**Importaciones navarras de bienes: aportación sectorial (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.23  
**Navarra y España: comercio interregional (mill.€, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ceprede

Adicionalmente, con los datos disponibles de comercio interregional (hasta el primer semestre de 2014), se constata una **recuperación de las ventas navarras al resto de regiones de España** en el acumulado del último año de 7,4% a/a (véase el Gráfico 3.23), mientras que las importaciones se habrían incrementado ligeramente 2,7% a/a, si bien ambas magnitudes se ubican lejos de los niveles absolutos de 2008.

En definitiva, es previsible que la **aportación de la demanda externa al crecimiento de Navarra siga siendo positiva**, como lo ha sido en los últimos años (véase el Gráfico 3.3), **apoyada en la evolución al alza de las exportaciones de bienes** y, en menor cuantía, de servicios.

Gráfico 3.24

**Contribuciones al crecimiento de las ventas exteriores de Navarra por destino (% t/t, CVEC)**

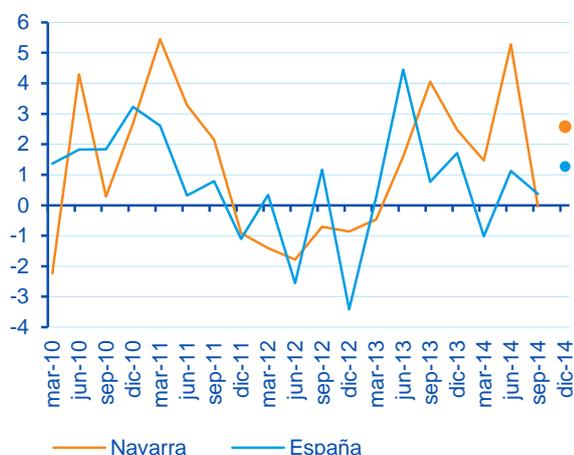


Fuente: BBVA Research a partir de Ceprede

**En conjunto, por tanto, las ventas exteriores navarras en 2013 se beneficiaron de la recuperación de las ventas a España en la segunda parte del año (véase el Gráfico 3.24), mientras que a cierre de 2014 lo harán por un dinamismo superior de las ventas, fundamentalmente a la UE.** Hacia delante, el crecimiento mundial y de España debería continuar siendo un soporte favorable para el sector exterior de Navarra.

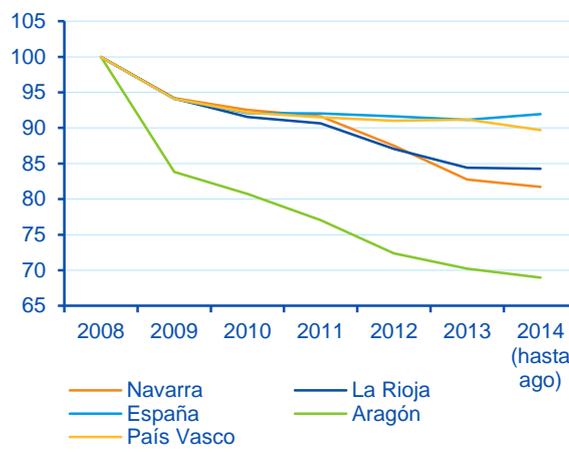
En lo que respecta al **turismo**, pese a que este sector tienen un peso inferior que en otras regiones, **muestra una evolución superior la media de España tanto en viajeros como, especialmente, en pernoctaciones** (véase el Gráfico 3.25). En 2013, el incremento de pernoctaciones fue de 2,0% a/a (por 1,7% en el caso de España) y en 2014, con datos hasta septiembre, el crecimiento es del 11,2% que, según la previsión podría cerrar con un crecimiento de 8,5% en el año, frente al 2,4% de España, gracias a un **incremento tanto de clientes españoles (+1,3% t/t promedio en 2014), como extranjeros (+3,7% t/t)**, que suponen algo más del 20% del total de pernoctaciones en la comunidad foral. Dicho incremento ha coincidido con un **ajuste en precios hoteleros, superior en 8 p.p. al de España y el País Vasco**, aunque menos acentuado que el de Aragón y relativamente alineado con el de La Rioja (véase el Gráfico 3.26).

Gráfico 3.25  
Navarra y España: pernoctaciones (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.26  
Precios hoteleros (2008=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Ceprede

## Mercado laboral: moderada recuperación, tras un 2013 en negativo

El año 2013 se caracterizó por la **continuación del ajuste en el mercado laboral navarro, siendo éste más acusado que en el conjunto de España**. Así, la pérdida de afiliados fue del 1,7% interanual en el caso del Navarra, por 0,9% en el de España. **Con todo, y consistentemente con una economía que evolucionaba de menos a más, las tasas de reducción del número de afiliados fueron cada vez menores, recuperándose tasas de variación intertrimestrales (CVEC) ligeramente positivas en la última parte del año** (véase el Gráfico 3.27). Esta tendencia se ha mantenido en lo que va de año 2014, si bien el incremento de afiliación del 3T14 suaviza ya dicha tendencia. En ese sentido, si bien el paro registrado aumentó más en Navarra en 2013 en 2014 se ha ido acelerando la reducción del mismo de forma progresiva.

La Encuesta de Población Activa publicada por el INE muestra que **Navarra sigue manteniendo el diferencial de paro en 3T14 en términos absolutos por encima de 8 p.p., a pesar de que la recuperación del empleo sea algo más lenta**: la tasa de paro corregida de variaciones estacionales aumentó hasta el 18,4% en 3T13 en Navarra para, posteriormente, reducirse prácticamente 3 p.p. hasta 3T14 (véase el Gráfico 3.28). Ello se produce **en parte por la mayor reducción de la población activa en Navarra en el año, que en 3T14 duplica a la observada en España (-1,05% a/a)**, anulando el mejor comportamiento relativo de la población activa navarra desde 2010.

Por sectores, los servicios privados han contribuido a la mejora en el empleo desde el 4T13, así como a la destrucción de la ocupación desde 3T12 y en 2013 (véase el Gráfico 3.29). Sin embargo, la incipiente mejora observada en la construcción (últimos dos trimestres) y en la industria (en 3T14), apenas compensa el debilitamiento reciente de los servicios privados, dando lugar a una ligera caída de ocupados en datos desestacionalizados de la EPA.

En términos de contabilidad nacional, la **contracción en el empleo del 3,2% en 2013 debió resultar suavizada por la reducción del 1,2% en la remuneración real por asalariado**, a diferencia de lo observado en 2009 (véase el Gráfico 3.30). Como muestra el Gráfico 3.31, los costes laborales en Navarra reflejan una tendencia de moderación en los dos últimos años, acentuando el diferencial respecto a España. Desde 2007, los **costes laborales totales se habrían incrementado 4 p.p. menos en Navarra que en el conjunto de España**, y también respecto a regiones limítrofes con fuerte presencia industrial (6 p.p. menos

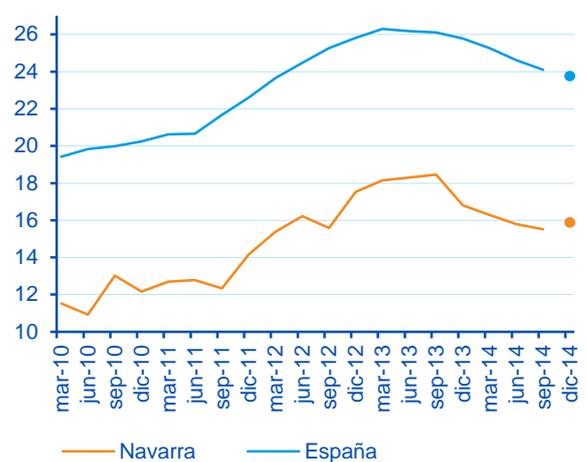
que en País Vasco, o 3 p.p. menos que La Rioja, por ejemplo), lo que estaría suponiendo un soporte adicional para la competitividad de la economía navarra.

Gráfico 3.27  
**Afiliación media a la Seguridad Social (% t/t, CVEC)**



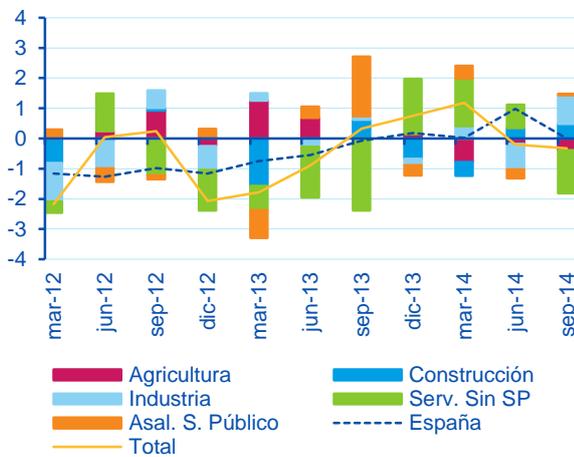
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 3.28  
**Tasa de paro (% t/t, CVEC)**



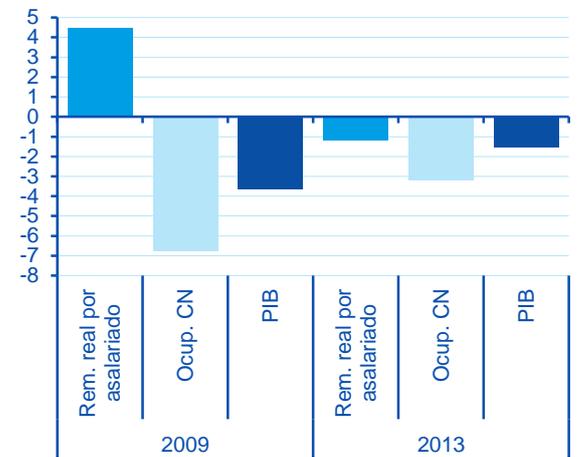
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.29  
**Navarra: crecimiento del empleo y contribución por sectores (p.p, CVEC)**



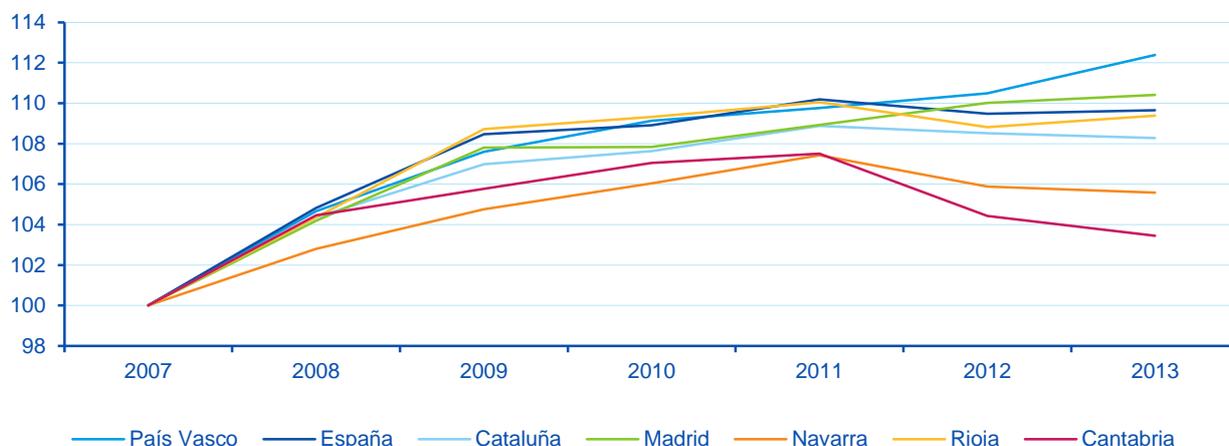
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.30  
**Navarra: salarios reales, empleo y PIB (variación %, datos CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.31  
Encuesta Trimestral de Costes Laborales (2007=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

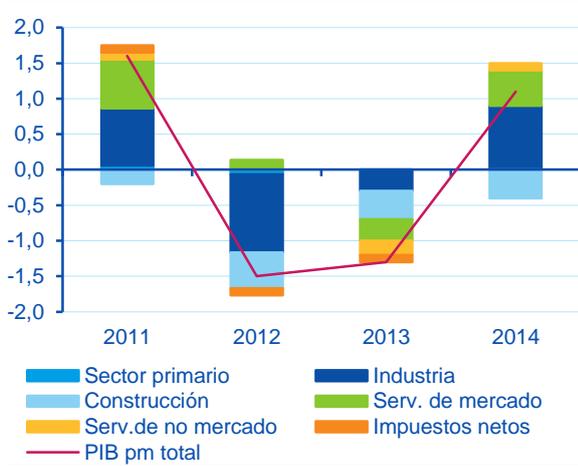
## Industria: en clara recuperación, pero sujeta a incertidumbres externas

El análisis del PIB de Navarra por el lado de la oferta muestra la importancia que los servicios privados y, particularmente, la industria han tenido en la evolución reciente de la actividad por su valor añadido bruto, en un entorno de contracción del sector constructor (véase el Gráfico 3.32). En ese sentido, **a partir de 3T13 el índice de producción industrial inició una recuperación más rápida que en el conjunto nacional** (véase el Gráfico 3.33) alcanzando crecimientos trimestrales medios de 2,3% durante un año, frente al -2% del año 2011 o el -1,3% del año 2012. Incluso con la contracción intertrimestral del 3T14 (-3,2%), el incremento interanual sigue siendo positivo (+2,6%) y podría seguir siéndolo en los próximos trimestres, a menos que se materialicen riesgos geopolíticos o financieros que afecten a la confianza de los consumidores en los principales países de destino de las exportaciones navarras.

Por sectores, destaca la **recuperación del sector de bienes de consumo duradero**, apoyado en la puesta en producción a comienzo de año de un nuevo modelo en la planta automovilística de Landaben. El resto de sectores muestran una evolución más moderada, y el índice de bienes intermedios y de equipo se sitúa por debajo de niveles de 2010 (véase el Gráfico 3.34), junto con el del sector energético, muy reducido en los últimos años, debido entre otros a la menor producción en ciclos combinados.

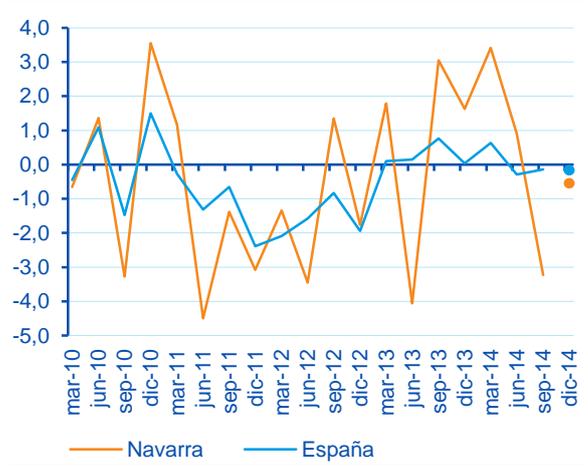
Analizando diferenciales respecto a España (véase el Gráfico 3.35), se observa que la industria navarra tuvo un comportamiento relativamente mejor en 2013, con menores caídas tanto de actividad como, sobre todo, de empleo, lo cual conlleva una menor ganancia de productividad aparente. En lo que va de 2014, por el contrario, el índice de producción industrial estaría mostrando una mayor actividad relativa, sin que dicho incremento se reflejara en crecimientos diferenciales de empleo industrial, con lo que la productividad en el caso de Navarra estaría creciendo más.

Gráfico 3.32  
**PIB Navarra y aportaciones al crecimiento por el lado de la oferta\* (% a/a)**



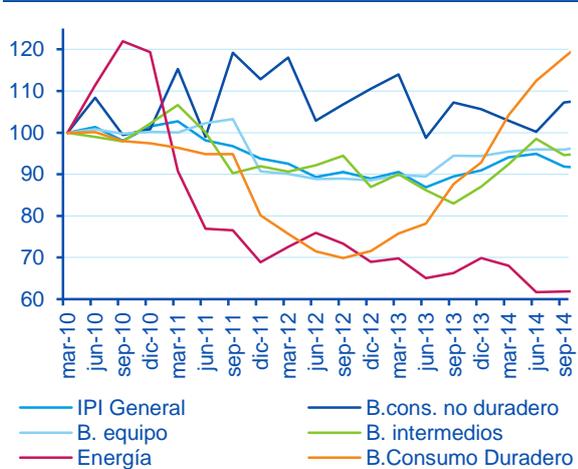
Fuente: BBVA Research a partir de IEN. \*2014 son datos hasta 1S14

Gráfico 3.33  
**Navarra y España: índice de producción industrial (IPI, %, t/t, CVEC)**



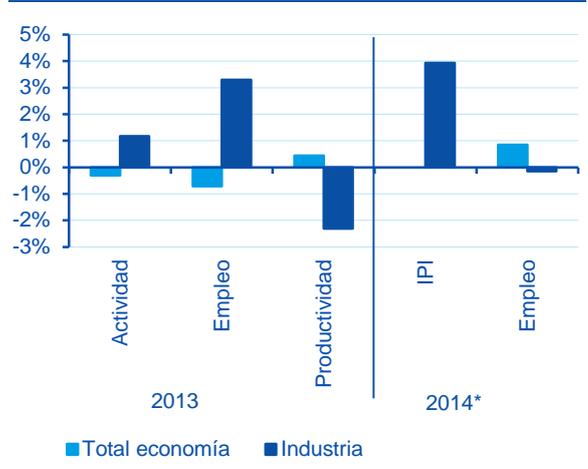
Fuente: BBVA Research a partir de IEN

Gráfico 3.34  
**Navarra: IPI por sectores (1T2011=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de IEN

Gráfico 3.35  
**Diferenciales de crecimiento entre Navarra y España (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de IEN

## Escenario 2014-2015: la economía navarra retoma el crecimiento de forma sostenida

Como se adelantaba al inicio de esta sección, **se confirma la recuperación de la economía regional anunciada en el anterior Situación Navarra** en abril de 2013. Los indicadores disponibles reflejan que Navarra habría vuelto a la fase expansiva del ciclo, y con un vigor algo superior al del resto de España. La fuerte aceleración de la economía navarra en los dos primeros trimestres de 2014 se está viendo parcialmente truncada en el segundo semestre, lo que pone de manifiesto algunas incertidumbres sobre la recuperación y la debilidad de algunos de los factores que la soportan. Con todo, **se espera que el PIB de Navarra aumente en un 1,4% en 2014, y un 2,2% en 2015, en ambos casos por encima del crecimiento esperado para España.**

Estas cifras suponen una expectativa algo inferior a la de hace tres meses. En el caso de 2014, el ajuste de la previsión se justifica en diversos factores. En primer lugar, **la señal que se extrae del conjunto de indicadores de coyuntura regional a través del modelo MICA-BBVA Navarra** refleja que en el tercer trimestre el crecimiento podría ser inferior al observado en trimestres anteriores, rompiendo la senda ascendente que soportaba las previsiones anteriores (véase el Gráfico 3.2). La **Encuesta BBVA de Actividad Económica (véase el Gráfico 3.36) muestra también una desaceleración el tercer trimestre**, aunque las perspectivas para el cuarto se mantienen favorables.

Dos factores podrían explicar este parón en el trimestre. Por un lado, un sector exterior que se ha desacelerado, consistentemente con las dificultades observadas en el entorno. En particular, la previsión de crecimiento de la zona euro en 2014 se ha desacelerado, y se ha revisado su crecimiento a la baja en tres décimas, reduciendo la aceleración esperada en las exportaciones. Por el otro, la rápida aceleración del incremento de la afiliación a la Seguridad Social se ha visto truncado en el tercer trimestre, con una creación de empleo muy inferior a la que se venía observando.

**Con todo, la demanda interna ha proseguido con su proceso de recuperación.** Por un lado, el consumo privado ha continuado acelerándose apoyado en los incentivos fiscales y la mejora de la renta disponible. Y la inversión también refleja una senda positiva, apoyada en la mejora de la confianza y de las condiciones de financiación de las empresas. Por el otro, el sector inmobiliario tiende a la estabilización, tras el ajuste experimentado en los últimos años. Por tanto, los resultados de la economía regional continúan siendo positivos, y en el conjunto de 2014 el crecimiento podría situarse en el 1,4%.

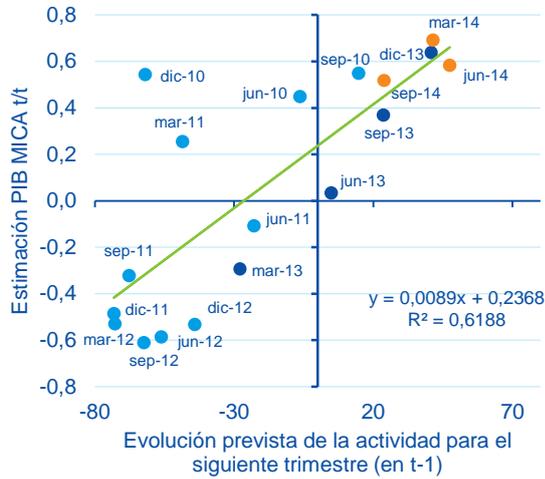
Además, varios factores soportan que **la desaceleración observada en este trimestre será temporal, y en 2015 el crecimiento de Navarra volverá a acelerarse.** La actividad en la zona euro se acelera, aunque lo hará a un ritmo inferior a lo esperado hace tres meses. En concreto BBVA Research estima, a través de su modelo R-VAR<sup>18</sup> que la reducción en seis décimas del crecimiento del PIB de la UE reduce el PIB navarro en cinco décimas (véase el Recuadro 3 de esta publicación). En respuesta a estas menores expectativas de crecimiento para Europa, **el BCE ha puesto en marcha una política monetaria más agresiva**, que incluye medidas de expansión y estímulo del crédito. Como consecuencia, se está asistiendo a una disminución de los tipos de interés a los que se financian empresas y consumidores que supone un apoyo adicional para la recuperación de la demanda interna. Además, estas medidas también están generando una depreciación del tipo de cambio euro/dólar, que en conjunto se prevé cercana al 10% en promedio entre 2014 y 2015. De acuerdo con el modelo R-VAR, esto tendría un impacto positivo para la economía navarra de en torno a medio punto, compensando por tanto la corrección por la menor actividad en la UEM. Finalmente, la menor aceleración del crecimiento del conjunto de España también reduce la demanda para la economía navarra, contribuyendo a explicar que la aceleración sea menor de la esperada anteriormente.

En segundo lugar, **los avances en la corrección de los desequilibrios posicionan ahora mismo a Navarra como la región con menores desequilibrios**, con una posición relativamente favorable en la sobreoferta inmobiliaria, en términos de desequilibrio fiscal (a expensas de la resolución de los acuerdos con el gobierno central), o de apalancamiento de empresas y familias (véase los Gráficos 3.37 y 3.38).

18: Véase Recuadro 2 Situación España, disponible aquí: [https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana\\_4T14-web.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf)

Gráfico 3.36

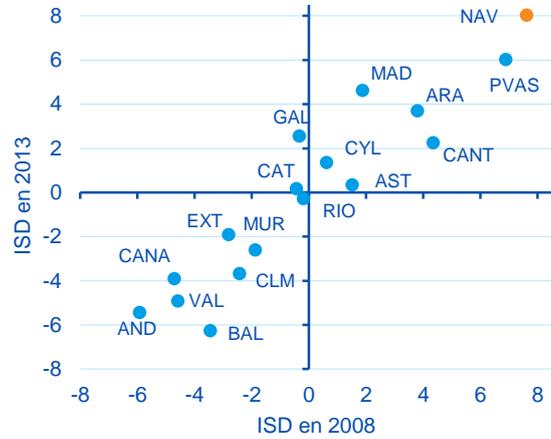
**Navarra: Encuesta BBVA de Actividad Económica (% saldos de respuestas extremas) y previsiones PIB Modelo MICA (% t/t)**



Fuente: BBVA

Gráfico 3.37

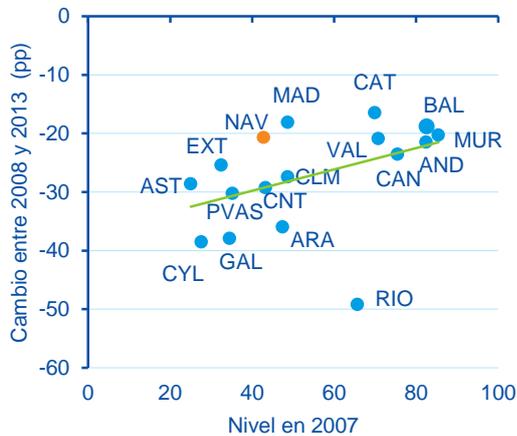
**Indicador Sintético de Desequilibrios (ISD) de las CC. AA.**



Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

Gráfico 3.38

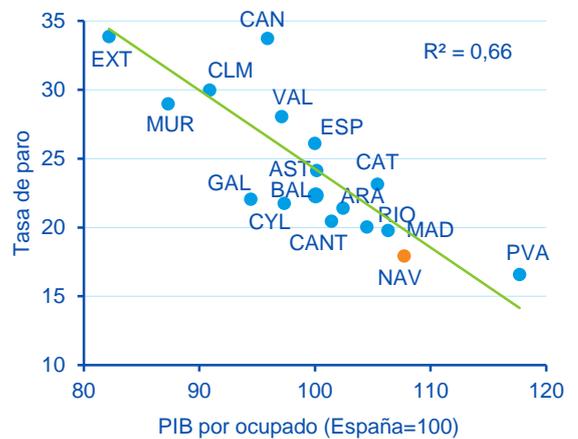
**Cambio en la ratio de apalancamiento de Otros Sectores Residentes (OSR) (saldo neto entre crédito y depósitos a OSR, como % del PIB nominal)**



Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

Gráfico 3.39

**PIB por ocupado (España = 100) y tasa de paro (2013)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Mantener la tendencia de mejora en la productividad por empleado e incrementar la actividad laboral, los mayores retos para Navarra

Durante los próximos años, la economía de Navarra enfrenta varios retos. Para analizarlos, resulta útil analizar la siguiente descomposición de los factores que determinan el PIB per cápita (PIBpc):

$$[\text{EC. 1}] \quad \text{PIB}_{pc} \equiv \frac{\text{PIB}}{\text{Ocup}} * \frac{\text{Ocup}}{\text{Act}} * \frac{\text{Act}}{\text{Pob (16-65)}} * \frac{\text{Pob (16-65)}}{\text{Pob}}$$

El primer componente en el lado derecho de la identidad es la productividad (PIB por ocupado); el segundo es una medida de la situación del mercado laboral, la tasa de ocupación (ocupados entre personas activas); el tercero es la tasa de participación en el mercado laboral, la tasa de actividad (porcentaje de activos entre la población en edad de trabajar); y, por último, un componente demográfico (porcentaje de población en edad de trabajar sobre el total de la población).

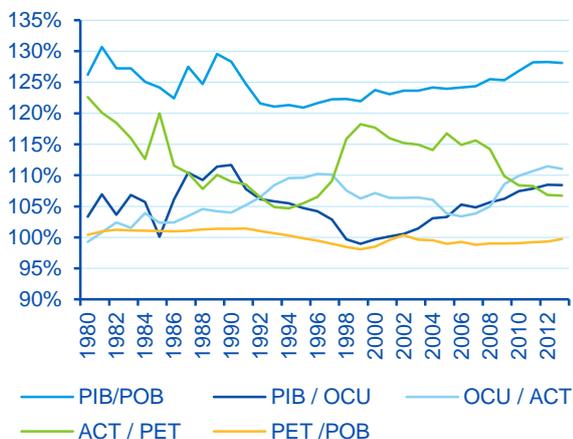
El Gráfico 3.40 presenta los resultados de esta descomposición en relación al conjunto de la economía española. La principal conclusión es que **Navarra ha mejorado su posición relativa frente al conjunto de España en términos de PIB per cápita de forma continuada desde mediados de los años 90**. Este avance se apoya en dos ventajas: un **incremento del PIB por ocupado superior a la media española desde mediados de los noventa, y un mercado laboral que ha permitido una mejor evolución de la tasa de paro** a lo largo de la crisis. Sin embargo, la tasa de actividad retoma, desde comienzos de siglo, una tendencia de deterioro relativo, que también había mostrado entre 1980 y mediados de los años 90. El factor demográfico, por su parte, se ubica en niveles cercanos a la media española.

La **productividad de la economía navarra**, que entre 1998 y 2000 llegó a ubicarse por debajo de la media española, ha retomado desde entonces una **tendencia de crecimiento, ubicándose en el 108% promedio en el último quinquenio y configurándose como el principal apoyo para el mantenimiento de la ventaja en PIB per cápita de la economía navarra**. El diferencial continuado en esfuerzo en I+D o la mayor proporción de empleo en sectores tecnológicos son claves para la evolución reciente y futura de este indicador.

Adicionalmente, **la tasa de empleo** muestra un **nivel relativo favorable a Navarra**, aumentando hasta el 110% en el último quinquenio. Bajo esta tendencia, sin embargo, subyace un comportamiento muy variable en la tasa de actividad, siempre superior a la media española, pero con periodos prolongados de deterioro entre 1980 a 1994 (bajó de 123% a 105%) y en el periodo de crisis (baja 9 p.p. desde el 115,6% de 2007), tras la rápida recuperación entre la recesión de 1993 y 1999, en el que pasó de 105% a 118%.

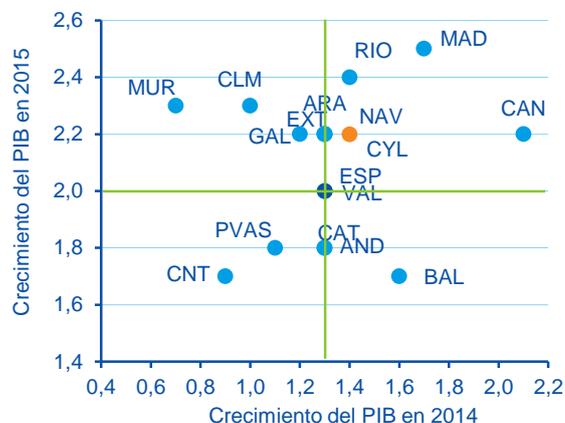
Por tanto, durante la última fase expansiva, la ventaja en tasa de empleo y tasa de actividad de Navarra se redujo, por el menor impacto del boom de la construcción o la menor expansión del turismo en la comunidad; a la inversa, durante la crisis, la menor relevancia del empleo en la construcción, así como un mayor nivel de capital humano explican una menor destrucción de empleo que, con la mayor reducción de la tasa de actividad, dan lugar a un comportamiento claramente menos negativo de la tasa de paro. Finalmente, atendiendo al componente demográfico, el ratio de población navarra en edad de trabajar sobre el total de la población mantiene un comportamiento estable, ligeramente inferior al nacional, y que acumula dos años de pérdida de población, por la salida neta de extranjeros.

Gráfico 3.40  
**Descomposición del PIB per cápita del Navarra (España =100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.41  
**Previsiones y crecimiento del PIB por CC. AA. (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Estos retos a los que se enfrenta la economía navarra deben ser apuntalados desde el punto de vista del marco regulatorio. En primer lugar, la reforma de las **políticas activas de empleo** condiciona el reparto de los recursos al rendimiento de las políticas impulsadas por las comunidades autónomas. Por tanto, debería promoverse la mejora de la medición de este rendimiento y la transparencia sobre los resultados.

Además, **Navarra podría obtener importantes beneficios del proceso de implantación de medidas que favorezcan la unidad de mercado**, simplificando los trámites necesarios para que las empresas actúen en el territorio. En este sentido, hay ámbitos en los que podría avanzarse, como la regulación del sector turístico o los horarios comerciales, pero estas mejoras deben producirse también en otro tipo de regulaciones que permitan reducir el coste de operación de las empresas. Entre otros aspectos, y como se refleja en Situación España<sup>19</sup>, si España hubiera adoptado las mejores prácticas en la regulación de servicios en el pasado, las exportaciones nacionales serían cerca de un 20% más elevadas. Dado que existe amplio margen de mejora en el marco regulatorio, se podría esperar un impulso significativo del sector exterior, apoyado en mejoras de la competencia en los mercados de servicios.

Por tanto, las medidas citadas en la última edición de esta publicación y que inciden en el reto de incrementar la productividad, dar continuidad a las ganancias de competitividad e inversiones en I+D, incrementar la diversificación de las exportaciones y consolidar las cuentas públicas, siguen vigentes. En resumen, para garantizar un crecimiento sólido, estable y recurrente del PIB per cápita en el futuro, la región necesita redoblar los esfuerzos en tres sentidos: en primer lugar, es clave la corrección de los desequilibrios aún existentes, especialmente los relacionados con el mercado laboral y el endeudamiento. En segundo lugar, la región debe aplicar políticas encaminadas a la mejora del capital humano, físico y tecnológico, que le permita incrementar la diversificación de sus exportaciones. Y en tercer lugar, se deben tomar medidas encaminadas a incrementar el atractivo de la región como foco receptor de inversión, tanto a nivel doméstico como extranjero.

19: Véase Situación España correspondiente al Segundo Trimestre de 2014 disponible en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/05/1405\\_Situacion\\_Espana1.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/05/1405_Situacion_Espana1.pdf)

Cuadro 3.1

**España: crecimiento del PIB por CC. AA. (%)**

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Recuadro 1. Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra en el 3º Trimestre de 2014: el tercer trimestre trunca la recuperación de la economía, que podría volver en el cuarto

Desde el segundo trimestre de 2010, BBVA Research cuenta para Navarra con una importante herramienta de análisis de la economía regional, de periodicidad trimestral. La Encuesta BBVA de Actividad Económica, dirigida a los empleados de la red de oficinas del banco, pregunta por la evolución de las principales variables de actividad en el ámbito geográfico de influencia de cada oficina y sus perspectivas a corto plazo<sup>20</sup>.

Los resultados de la encuesta en el tercer trimestre de 2014 señalan un empeoramiento de la actividad en Navarra durante el trimestre en curso (el saldo neto de respuestas es de 24 p.p., la mitad que la anterior oleada), si bien aún se prevé una dinamización de la misma para el siguiente trimestre, lo que está en línea con el escenario de BBVA Research para la región (véase el Gráfico 3.1).

El porcentaje de encuestados que considera que la actividad se incrementó en el último trimestre baja del 41% del trimestre anterior, al 22% de la oleada actual. Quienes perciben caídas de actividad aumentan del 1% en 2T14 al 24% actual, al tiempo que siguen siendo mayoría (54% de los encuestados) los que perciben estabilidad. Por tanto, el saldo neto de respuestas para el trimestre en curso es negativo, tras tres trimestres en positivo. Ello indicaría que la recuperación es lenta y que presenta algunas incertidumbres. De hecho, el saldo neto de respuestas se sitúa en los mismos niveles de hace un año, si bien son 11 p.p. menos (51%) quienes prevén actividad estable para el siguiente trimestre.

Las perspectivas económicas para el siguiente trimestre siguen siendo positivas: el 37% de los

encuestados opina que la actividad mejorará, aunque crece del 1% al 13% quienes prevén que empeorará. En este caso, se mantiene en torno al 50% el número de encuestados que considera que se mantendrá la actividad (saldo: +24 p.p., véase Cuadro R.1).

Todos los indicadores, salvo el de nueva construcción y empleo en construcción, presentan un empeoramiento intertrimestral. Dicha tendencia es menos acusada en los indicadores más ligados a la demanda externa (turismo y exportaciones siguen manteniendo los saldos de respuestas más positivos, 42 p.p. y 21 p.p. respectivamente), siendo empleo en servicios, inversión (en todos los sectores), cartera de pedidos y ventas los que muestran peor evolución en el trimestre. En términos interanuales, sin embargo, la comparativa muestra una mejora en las perspectivas para el siguiente trimestre, así como en el empleo, la producción industrial y las exportaciones.

A pesar del empeoramiento respecto al 2T14, los indicadores de inversión industrial, inversión en servicios, cartera de pedidos y empleo, tanto en industria como en servicios, también mantienen un saldo neto de respuestas positivo en 3T14, con una mayoría de encuestados que observan estabilidad.

En visión interanual, en inversión la mejora se observa en industria y en nueva construcción, mientras empeora en sector primario y en servicios. Algo análogo a lo que se observa en los indicadores de empleo, si bien el empleo en servicios se habría comportado algo mejor según los encuestados.

20: Para más detalles 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.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

En definitiva, la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Navarra confirma el escenario de una progresiva recuperación, no exenta de dificultades (ver Gráfico R.1). Como reflejan los indicadores sectoriales, esta recuperación está impulsada por la demanda exterior (exportaciones y el apoyo del turismo) y los servicios, con menor vigor en el sector industrial y de la construcción.

Gráfico R.1.1

**Encuesta de BBVA de Actividad Económica en Navarra. Saldos de respuestas. Variables seleccionadas**



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1

**Encuesta de Actividad Económica. Resultados generales de Navarra**

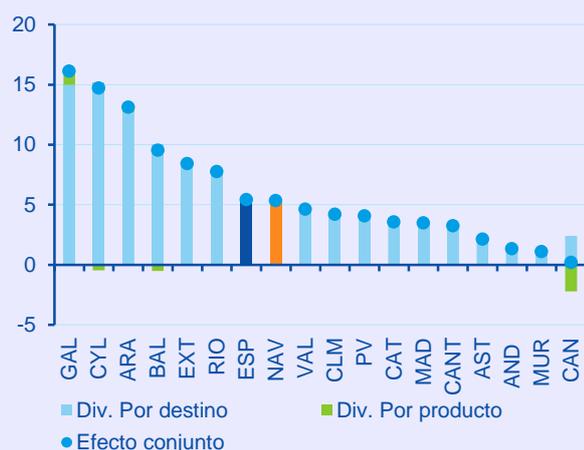
(% de respuestas)	2º Trimestre 2014			1er Trimestre 2014			2º Trimestre 2013		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	41	57	1	35	61	4	11	65	24
Perspectiva para el próximo trimestre	49	50	1	43	56	1	19	66	15
Producción industrial	16	82	1	20	74	6	6	68	26
Cartera de pedidos	35	64	1	24	72	4	10	61	29
Nivel de estocs	10	88	1	9	83	9	8	70	22
Inversión en el sector primario	22	69	9	16	79	5	10	68	22
Inversión industrial	13	75	12	4	86	11	0	71	29
Inversión en servicios	30	68	1	38	56	6	12	55	33
Nueva construcción	12	74	14	12	61	26	5	51	44
Empleo industrial	26	59	15	14	70	16	0	60	40
Empleo en servicios	46	43	11	26	61	14	17	49	34
Empleo en construcción	0	73	27	4	61	36	0	53	47
Precios	2	78	20	9	78	13	0	71	29
Ventas	39	55	6	18	73	9	7	53	40
Turismo	49	50	1	15	84	1	25	63	12
Exportaciones	32	67	1	32	66	1	4	82	15

(\*) Saldo de respuestas extremas  
Fuente: BBVA Research

## Recuadro 2. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional<sup>21</sup>

El peso de las exportaciones de bienes<sup>22</sup> sobre el PIB ha aumentado de manera significativa en la mayoría de las CC. AA. desde 2009 hasta superar el 20% en promedio (véase el Gráfico R.2.1). Los esfuerzos en la reducción de costes laborales, las mejoras en la productividad y la estrategia de diversificación de las exportaciones españolas hacia mercados emergentes se han configurado como los pilares del crecimiento del sector<sup>23</sup>, convirtiéndolo en el principal elemento dinamizador de la actividad económica<sup>24</sup>.

Gráfico R.2.1  
**Evolución del peso de las exportaciones de bienes sobre el PIB de las CC. AA.**<sup>25</sup>



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

El presente recuadro resume los resultados de BBVA Research (2014), cuyo principal objetivo es establecer cuánto del mencionado crecimiento de las exportaciones se debe a la diversificación del

sector exterior y cuánto ha contribuido este proceso a la mejora del PIB per cápita (PIB pc) tanto en el período anterior como posterior a la crisis. Los principales resultados que se desprenden del análisis se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. **Las CC. AA. han llevado a cabo un proceso de diversificación de las exportaciones que se ha visto acentuado en los últimos 4 años**, lo que ha permitido un crecimiento robusto de las mismas pese al deterioro de la demanda de los socios comerciales tradicionales. Este proceso explica el 75% del comportamiento de éstas desde 2009.
2. El aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,2 puntos porcentuales (pp) anualmente al crecimiento del PIB pc durante la crisis. Ello implica que, de **no haberse producido el proceso diversificador, la caída del PIB pc habría sido un 28% mayor en el conjunto del periodo recesivo.**

### El caso de Navarra

**El sector exterior navarro ha realizado un proceso de diversificación significativo.** Esto le ha permitido avanzar posiciones en el grado de diversificación por destino respecto a otras CC. AA., donde se sitúa ligeramente por debajo de la media en 2012. Por otro lado, **en la diversificación de los productos Navarra es de las regiones que más esfuerzo ha realizado, por lo que los avances en este ámbito no han sido**

21: En el Recuadro 3 de Situación España Primer Trimestre de 2014 se examina en profundidad el modelo empleado para el análisis recogido en esta sección. El Recuadro se encuentra disponible aquí: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1402\\_Situacion\\_Espana\\_tcm346-423173.pdf?ts=1222014](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf?ts=1222014)

22: Las restricciones de datos de exportaciones de servicios a nivel regional implican que el análisis se limita a las exportaciones de bienes facilitadas por Aduanas.

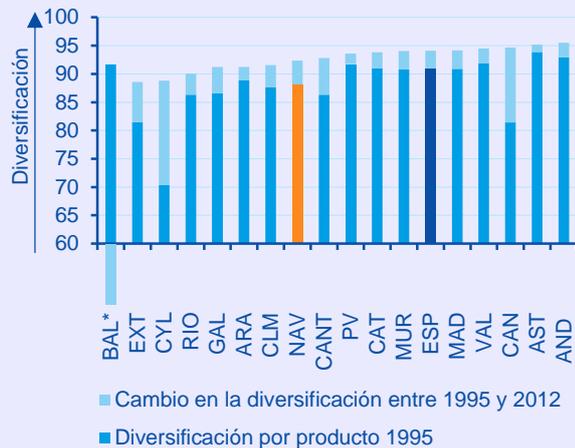
23: Véase IMF (2013) Country Report No. 13/232 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13232.pdf>

24: En el Recuadro 1 de Situación España Cuarto trimestre 2013 se examinan los hechos estilizados de la economía española, donde se constata el carácter adelantado de las exportaciones respecto al ciclo económico. Véase [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1311\\_Situacionespana\\_tcm346-410394.pdf?ts=2812014](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1311_Situacionespana_tcm346-410394.pdf?ts=2812014)

25: Se excluye de este análisis a las regiones insulares, por la especial dependencia del comercio de servicios (especialmente turísticos) y los efectos de arrastre de éste sobre las exportaciones energéticas.

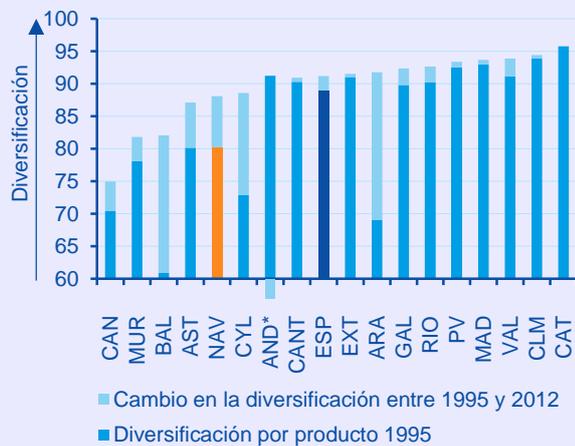
tan destacables como los llevados a cabo en los destinos geográficos.

Gráfico R.2.2  
**Diversificación por destino<sup>26</sup> de las CC. AA. (1995-2012)\*\***



\* Baleares reduce su diversificación en 8 pb.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico R.2.3  
**Diversificación por producto de las CC. AA. (1995-2012)\*\***



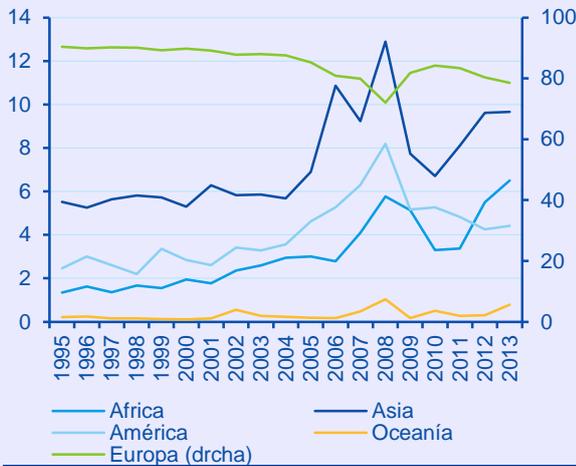
\* Andalucía reduce su diversificación en 0,8 pb.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Como se aprecia en el Gráfico R.2.4 el **proceso de diversificación de los destinos ha estado liderado principalmente por Asia** (con China, Singapur y la India como los principales destinos de sus exportaciones) que **ya representa casi el 10% de las exportaciones navarras** y que ha experimentado crecimientos de más del 15% desde 2009. También es destacable el papel de **América** (con Brasil, México y Estados Unidos como sus principales socios comerciales) que **pierde el puesto del tercer destino en favor de África a pesar de presentar crecimientos desde que empezara la crisis del 70%**. Por otro lado, África sigue siendo una región con un peso relativamente reducido, pero que ha duplicado su peso desde 1995 presentando crecimientos del más del 70% desde que comenzara la crisis. Por último, tal y como se aprecia en el resto de CC. AA. el peso de las exportaciones a los países europeos se ha reducido aunque en el caso de Navarra en menor medida que en otras regiones perdiendo solo 3,5 pp desde 2009.

Por el lado del producto, **el proceso de diversificación ha sido muy relevante**. Tal y como muestra el Gráfico R.2.5 **ha tenido lugar una reestructuración significativa de los recursos. El sector del automóvil ha perdido relevancia** (13,4 pp desde 1995) **en favor de los bienes de equipo** que aumentan su peso sobre el total en 10 puntos porcentuales. Por otro lado, **los alimentos** también aumentan su importancia aunque en menor medida (6 pp desde 1995).

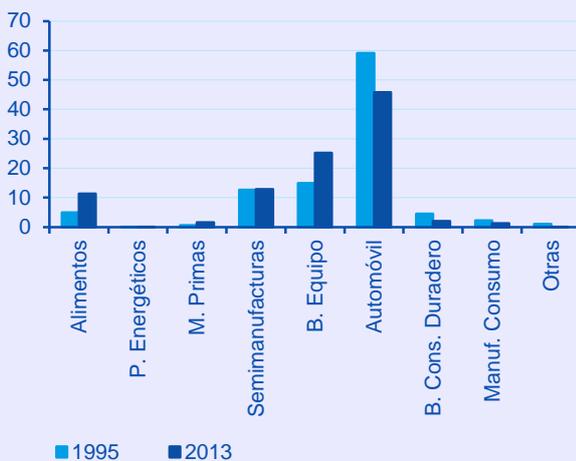
26: La diversificación se mide a través de la siguiente expresión: (100-IH), siendo IH el Índice de Herfindhal en base 100. Por lo que un aumento de la variable diversificación muestra un incremento de la diversificación de las exportaciones.

Gráfico R.2.4  
**Distribución de las exportaciones de bienes navarras por áreas geográficas**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico R.2.5  
**Distribución de las exportaciones de Navarra por sectores económicos**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Como ya se ha mencionado, en BBVA Research (2014) se construye un modelo para cuantificar los beneficios del proceso de diversificación de las exportaciones de las distintas comunidades autónomas. Los **principales resultados** del modelo para la economía navarra son:

1. **La diversificación de las exportaciones de la región** (principalmente por destino) **explicaría un crecimiento de las mismas del 5,5% desde 2009** (Véase el Gráfico R.2.6) **frente al 7,3% que han aumentado durante dicho periodo** **anualmente**. Es decir, el

proceso de diversificación es responsable de 76% del incremento de las exportaciones durante los últimos 5 años.

2. El aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,06 p.p. anualmente al crecimiento del PIB pc durante la crisis. Ello implica que, de **no haberse producido el proceso diversificador, la caída del PIB pc habría sido siete veces mayor en el conjunto del periodo recesivo**.

Gráfico R.2.6  
**Contribuciones al crecimiento de las exportaciones en promedio anual (2009-2012)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

En síntesis, **la capacidad de las empresas de la región para orientar sus productos hacia mercados más dinámicos ha tenido un efecto positivo sobre las exportaciones, que se traslada significativamente al PIB pc navarro**. Todo ello ha contribuido a que -a diferencia de otros componentes de la demanda- **las exportaciones** hayan tenido un comportamiento diferencial, especialmente **durante la crisis**, en la que **han amortiguado la caída del PIB pc**. A pesar de la alta diversificación alcanzada por Navarra principalmente por destino, el esfuerzo de internacionalización puede continuar a fin de consolidar la recuperación económica en la región. En este sentido, debería aprovecharse el diferencial de crecimiento existente entre economías desarrolladas y emergentes, al mismo tiempo que se disminuye el factor riesgo derivado del efecto cartera.

### Recuadro 3. ¿Cuál es la sensibilidad de Navarra al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR

#### Introducción

En las tres décadas previas al año 2007, la economía navarra experimentó un crecimiento sostenido, que, en media, superó el 2,5% anual. Pese a este periodo de bonanza económica, **la actividad doméstica se vio afectada por diferentes eventos exógenos que impactaron con distinta intensidad a Navarra, así como por factores idiosincráticos propios de la región** (véase el Gráfico R.3.1).

Gráfico R.3.1  
**Navarra y España: crecimiento anual del PIB (a/a, %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El objetivo de este recuadro es tratar de cuantificar los impactos de algunos de estos eventos sobre el crecimiento, así como ayudar a explicar una parte de la heterogeneidad que se observa a nivel regional. En este contexto, se requieren herramientas estadísticas que permitan capturar en detalle el patrón de interrelaciones económicas entre las distintas regiones de la economía española y Europa. Para ello, **este trabajo introduce una nueva herramienta macroeconómica de naturaleza multirregional (BBVA-RVAR)** que permite, entre otras utilidades, cuantificar los efectos y la transmisión de los *shocks* generados tanto a nivel europeo y nacional, o los originados dentro de las propias comunidades autónomas, haciendo uso del componente espacial/comercial entre regiones.

Lo anterior resulta especialmente importante, sobre todo en un entorno que, como se explica en la Sección 2 de esta publicación, apunta a una desaceleración de la actividad en el conjunto de la UEM. Los resultados señalan que, en el corto plazo, **una disminución de 1,0 pp en el PIB europeo, se traduce en una caída de un 0,9 pp en el PIB navarro**. En sentido opuesto, **una depreciación del 10% del tipo de cambio euro/dólar, podría contribuir en 0,6 pp al crecimiento del PIB regional**. Estas elasticidades se muestran en línea con las estimadas para el agregado nacional, donde ambos eventos tendrían un impacto de -0,9 pp y +0,5 pp respectivamente. Finalmente, se observa que en ambos casos el grado de apertura comercial puede introducir cierta heterogeneidad en el impacto medio esperado de los *shocks* a nivel autonómico. En particular, Navarra presenta una apertura comercial superior a la media, que podría estar detrás de unos impactos marginalmente menores a los esperados para el agregado nacional.

Las siguientes secciones introducen una breve síntesis de la metodología utilizada para, a continuación, presentar los resultados. El recuadro concluye con propuestas sobre algunos de los factores que podrían estar detrás de la heterogeneidad que se observa como respuesta a los diversos *shocks*.

#### Metodología y relación con la literatura

**El modelo utilizado para el análisis de la interdependencia de Navarra con el resto de comunidades autónomas aprovecha los avances recientes en la metodología de estimación de modelos macroeconómicos a escala global** y, más específicamente, los desarrollos metodológicos asociados a los modelos de Vectores Autorregresivos Globales (GVARs por sus siglas en inglés) introducidos por Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005). Más concretamente, el BBVA-RVAR es un modelo de

Vectores Autorregresivos Multirregional de periodicidad trimestral<sup>27</sup> que, cubriendo la muestra 1980-2013, captura la interrelación del crecimiento del PIB y la variación del tipo de cambio real de cada una de las CC. AA. españolas y la UE sirviéndose de las relaciones comerciales bilaterales<sup>28</sup>. Los modelos individuales son posteriormente acoplados de manera consistente y cohesiva para generar pronósticos y simulaciones para todas las variables de manera simultánea. Finalmente, mediante la agregación de los resultados regionales, se captura la interacción del conjunto de la economía española<sup>29</sup>.

**En la literatura económica** puede encontrarse abundante información relacionada con el análisis de las transmisiones de los ciclos económicos globales y nacionales<sup>30</sup>, destacando el rol de la economía estadounidense como principal exportador neto de *shocks* al resto del mundo. No obstante, **sigue existiendo una carencia de este tipo de análisis que estudien la transmisión de dichos shocks a economías regionales** (o a escala intranacional). Por tanto, en relación a la literatura previa, este trabajo trata de contribuir en varios aspectos.

En primer lugar, **se propone una adaptación de los modelos autorregresivos globales al análisis de la economía regional** en línea a lo planteado por Vansteenkiste (2006) para el mercado inmobiliario estadounidense y Ramajo et al. (2013) para los flujos de capital en España. No obstante, el presente ejercicio se centra en las principales variables macroeconómicas (actividad y precios), manteniendo el esquema de Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Pesaran et al. (2005) adaptado a una óptica regional.

La segunda característica distintiva del presente ejercicio es la **utilización de las matrices de comercio inter-regional de bienes<sup>31</sup> como base de la solución del problema de sobreidentificación** que plantea la estimación de estos modelos frente a la utilización de matrices espaciales en Vansteenkiste (2006) y de elaboración propia en Ramajo et al. (2013). En línea con Baxter y Kouparitsas (2004) se encuentra que el comercio bilateral ofrece los resultados más robustos.

27: El PIB regional es publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) desde 1980 con una periodicidad anual. En aras de aumentar la capacidad explicativa del modelo y captar los shocks de más corto plazo, se propone una desagregación temporal de las series mediante un modelo de factores dinámicos (DFM) en línea con lo propuesto por Camacho y Domenech (2010) para el modelo MICA-BBVA. Para una información más detallada véase "MICA-BBVA: A Factor Model Of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting" disponible en <https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

28: Esta metodología, adoptada en la construcción de los modelos de vectores autorregresivos globales (GVARs) propuesta por Hashen Pesaran, Til Schuermann y Scott Weiner (2004), resuelve el problema de "sobrepesparametrización" que a priori presentan estos modelos, al mismo tiempo que permite un marco flexible para el uso en multitud de aplicaciones.

29: Para un análisis más detallado, véase Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "BBVA-RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).

30: A modo ilustrativo, véanse: Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issue, IMF Country Report No. 11/185 y Menzie D Chinn (2013): Global spillovers and domestic monetary policy, BIS Working Papers, No 436.

31: Debido a la inexistencia de registros de exportaciones de servicios a nivel regional, los datos utilizados se restringen al comercio de bienes, lo que podría ocasionar problemas de infraestimación en aquellas regiones donde el peso de las exportaciones de servicios sea significativo.

En tercer lugar, **se profundiza en la obtención de resultados basados en las funciones de impulso respuesta y se incorporan ejercicios de pronósticos.** El primero de ellos puede obtenerse desde una perspectiva de ortogonalización del *shock* (OIRF) o desde la perspectiva de las funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF)<sup>32</sup> propuestas por Koop et al. (1996) y desarrolladas posteriormente por Pesaran y Shin (1998) para modelos VAR. Por su parte, los pronósticos pueden (o no) ser condicionados a distintos escenarios de la economía española y/o europea permitiendo la posibilidad de obtener escenarios de riesgo a nivel de comunidades autónomas siguiendo la metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984)<sup>33</sup>.

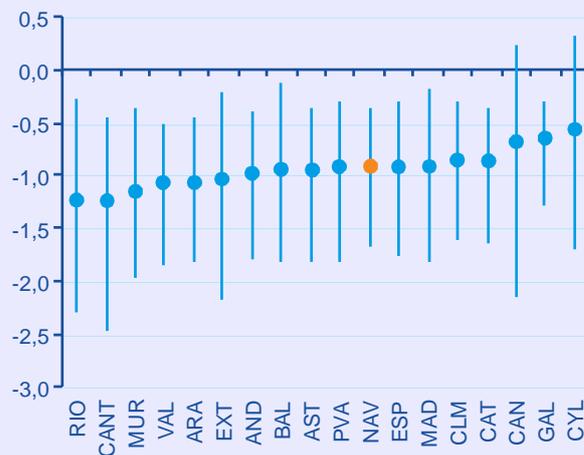
## Resultados

**Esta sección emplea el BBVA-RVAR para evaluar la evolución esperada del PIB navarro ante diferentes eventos.** Concretamente, se presentan dos ejercicios que tratan de cuantificar, a partir de las OIRF, el impacto de una desaceleración de la actividad en Europa y de una depreciación del euro sobre la economía navarra.

En primer lugar, el gráfico R.3.2 muestra el impacto anual acumulado, sobre el crecimiento de la actividad económica española, de un hipotético escenario donde el PIB en la UEM creciera un 1% menos de lo esperado. **La elasticidad del PIB navarro respecto a una revisión en el escenario europeo se presenta cercana a la unidad,** con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,4 y el 1,7. Este resultado está en línea con el esperado para el agregado nacional (0,9 pp), aunque la estimación muestra un intervalo de

confianza algo menos amplio (para España el intervalo se acota entre el 0,3 y el 1,7).

Gráfico R.3.2  
**Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM**



Fuente: BBVA Research

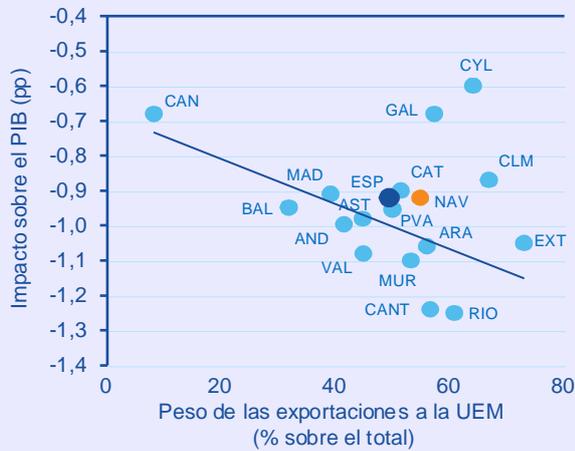
A nivel regional, se encuentra que la diversificación geográfica de las exportaciones<sup>34</sup> explica parte de las diferencias entre comunidades. En el caso de Navarra, una dependencia comercial de la UEM similar a la media española en las transacciones de bienes explicaría un impacto medio similar al esperado para el conjunto de España (véase el Gráfico R.3.3).

32: La metodología de funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF) propuesta por Koop et al. (1996) son una alternativa a las funciones de impulso respuestas ortogonalizadas (OIRF) de Sims (1980). Mientras que las OIRF requieren que las impulso respuestas sean computadas respecto a una serie de shocks ortogonalizados, las GIRF consideran shocks a los errores individuales e integra los efectos de los otros shocks usando la distribución observada de todos ellos sin necesidad de ortogonalización. De este modo, en contraposición a las OIRF, las GIRF no varían ante cambios en la ordenación de exogeneidad de variables y regiones, lo que, dado las características del modelo, supone un marco ideal para analizar los shocks del conjunto de la economía española.

33: La metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984) proporciona un esquema para la obtención del pronóstico puntual máximo-verosímil sujeto a un escenario dado.

34: Para un análisis más detallado véase el Recuadro 3 del Situación España 1T14 <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/situacion-espana-primero-trimestre-2014/>

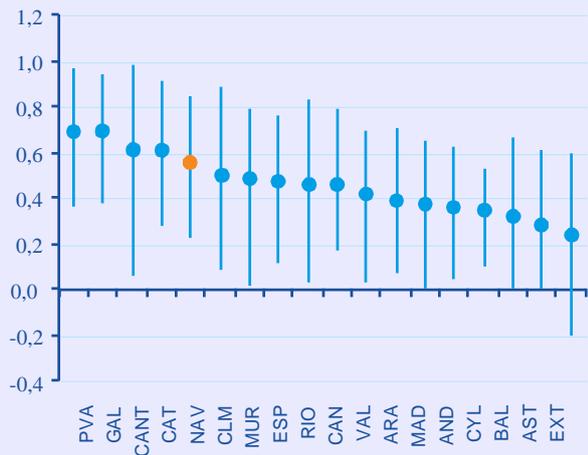
Gráfico R.3.3  
**Peso de las exportaciones a la UEM y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex  
 \*Se excluyen de la regresión Galicia y Castilla y León

En segundo lugar, el gráfico R.3.4 muestra el impacto en la actividad económica de una depreciación del 10% del valor del euro frente al dólar. Este escenario podría impulsar el PIB navarro en torno a 0,6 pp durante 2015, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,2 y el 0,8.

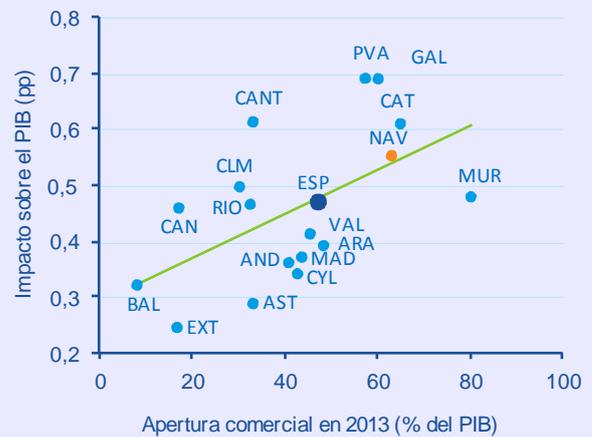
Gráfico R.3.4  
**Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€**



Fuente: BBVA Research

En la medida que la depreciación del tipo de cambio implique unas ganancias de competitividad-precio de los productos locales (sesgando al alza las exportaciones y disminuyendo el atractivo de los productos importados) estos resultados estarían directamente relacionados con el grado de apertura comercial<sup>35</sup> de las diferentes regiones (véase el Gráfico R.3.5). De este modo, una apertura comercial (de bienes) 16 pp por encima de la media española podría explicar que la depreciación del euro tenga un impacto esperado una décima superior al estimado para el agregado nacional (0,5 pp).

Gráfico R.3.5  
**Apertura comercial y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

## Conclusiones

El presente recuadro presenta una herramienta (BBVA-RVAR) capaz de recoger las interrelaciones regionales y cuantificar la transmisión de los shocks, tanto internos como externos, a lo largo de la economía española. Para ello, el BBVA-RVAR propone una adaptación de la literatura existente sobre modelos autorregresivos globales al ámbito del análisis regional de la economía española, a la vez que amplía los resultados en términos de ortogonalización de shocks y condicionamiento de los pronósticos a distintos escenarios.

35: Entiéndase apertura comercial como la ratio entre la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y el PIB regional

En los resultados de los ejercicios presentados en este recuadro se encuentra que i) **un escenario de menor dinamismo económico en Europa se traslada, en media, con una elasticidad cercana a la unidad al PIB de Navarra.** En sentido opuesto, ii) **una depreciación del euro tiene un efecto significativo y positivo en la actividad económica navarra.** Concretamente, una caída de 10 pp de su valor frente al dólar tendría un impacto cercano a 0,6 pp en el PIB regional. Ante ambos eventos, iii) **Navarra muestra unas elasticidades similares al conjunto de España.** No obstante, se observa que iv) **el grado de exposición al sector exterior y su dependencia del comercio con la UE podrían explicar diferencias marginales respecto al agregado nacional y al resto de CC. AA.**

## Referencias bibliográficas

- BBVA Research (2012): *Situación España. Segundo Trimestre 2012*. BBVA. Madrid. Disponible en: <https://www.bbva-research.com/publicaciones/situacion-espana-segundo-trimestre-2012/>.
- Baxter y Kouparitsas (2005): "Determinants of business cycle comovement: a robust analysis", *Journal of Monetary Economics* 52 (2005) 113-157
- Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).
- Clarida y Galí (1994): "Sources of real exchange rate fluctuations: How important are nominal shocks?", NBER Working Paper Series, No 4658.
- Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005): "Exploring the international linkages of the euro area: a Global VAR Analysis", ECB Working paper Series No. 568.
- Dewachter, Houssa y Toffano (2010): "Spatial Propagation of Macroeconomic Shocks in Europe", Katholieke Universiteit Leuven, Discussions Paper Series (DPS), No. 10.12.
- Doan, Litterman y Sims (1984): "Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions", *Econometric Reviews*, Vol.3, No.1, 1-100.
- Koop, Pesaran y Potter (1996): "Impulse response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, Vol. 74, 119-147.
- Pesaran y Shin (1998): "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models", *Economic Letters*, Vol. 58, 17-29.
- Pesaran, Schuermann y Weiner (2004): "Modelling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconomic Model", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol.22, No. 2, (2004).
- Ramajo, Marquez y Hewings (2013): "Does Regional Public Capital Crowd Out Regional Private Capital? A Multiregional Analysis for the Spanish Regions", *Estadística Española*, Vol. 55, No. 180.
- Vansteenkiste (2007): "Regional Housing Market Spillovers in the US", ECB Working Paper Series No. 708.

## 4 Las finanzas autonómicas en 2013 y entre 2003 y 2013

Angel de la Fuente FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC)

### 1. Introducción

En esta nota se analiza la evolución de las finanzas regionales durante la última década, con especial atención al ejercicio 2013, cuyos datos de ejecución presupuestaria se han publicado recientemente. Para ello, se introducen algunos ajustes a los datos presupuestarios disponibles de ingresos y gastos de las comunidades autónomas con el fin de corregir las distorsiones generadas por la forma en la que se han contabilizado algunas partidas.

La información utilizada en el presente trabajo proviene fundamentalmente de las liquidaciones anuales de los presupuestos de las comunidades autónomas que publica el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP, 2014a) y de los datos de ejecución presupuestaria que ofrece la misma fuente (MHAP, 2014b). En las series de ingresos y gastos presupuestarios se han introducido ciertos ajustes con el fin de corregir las distorsiones generadas en sus perfiles temporales por la forma en la que se han contabilizado algunas partidas, incluyendo las retenciones realizadas a las comunidades autónomas en concepto de reintegro de los saldos negativos de las liquidaciones del sistema de financiación regional correspondientes a los años 2008 y 2009 y las facturas pendientes de pago no contabilizadas en cada ejercicio<sup>36</sup>. También se ha construido una serie de ingresos regionales con un criterio de devengo. La diferencia entre la serie de ingresos presupuestarios o por caja y la serie de ingresos devengados es que en la primera se contabilizan los ingresos realmente percibidos durante el ejercicio, esto es, la suma de las entregas a cuenta del año en curso más las liquidaciones del sistema de financiación pagadas o percibidas durante el mismo (que generalmente corresponden a dos años atrás), mientras que en la segunda se tienen en cuenta los ingresos correspondientes al año, incluyendo la liquidación del mismo (aunque se pague realmente en otro ejercicio).

El análisis de las series de gasto e ingreso autonómico durante la última década revela un fuerte incremento del gasto autonómico entre 2003 y 2009 que se traduce en un rápido deterioro de la situación financiera de las comunidades autónomas una vez los ingresos comienzan a caer con el inicio de la actual crisis. En los últimos ejercicios se observa una mejora significativa de los saldos presupuestarios regionales como resultado de un apreciable recorte del gasto y de la estabilización de los ingresos. Buena parte de este recorte, sin embargo, proviene de las partidas de inversión, lo que resulta en cierta medida preocupante.

### 2. Evolución del conjunto de las comunidades autónomas y de la CAPV durante la última década

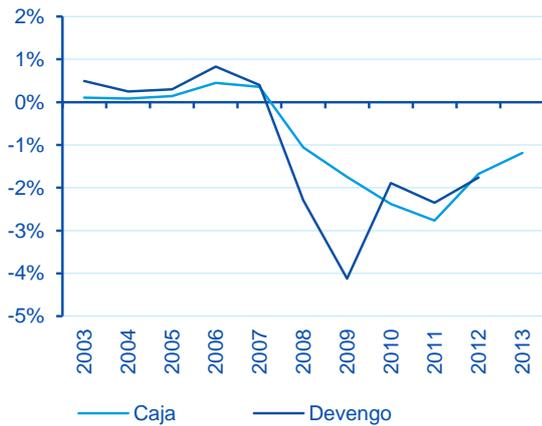
El primer panel del Gráfico 4.1 muestra la evolución del déficit presupuestario del conjunto de las comunidades autónomas durante la última década, calculado tanto con criterios de caja como de devengo. Durante los primeros años del período muestral, que corresponden a la parte final de una larga expansión económica, las comunidades autónomas mantienen en promedio ligeros superávits presupuestarios que alcanzan un máximo en el año 2006. Con la llegada de la crisis en 2008, los saldos presupuestarios autonómicos se deterioran muy rápidamente, alcanzándose un déficit máximo del 4,1% del PIB en 2009 con un criterio de devengo. El aumento del déficit en estos primeros años de la crisis es muy inferior cuando se trabaja con datos de caja porque el Estado optó por aislar a las comunidades autónomas del desplome de la recaudación tributaria, manteniendo unas entregas a cuenta muy superiores a las que habrían justificado

36 Para más detalles, véase la versión completa en documento de trabajo de la presente nota, de la Fuente (2014), disponible en <https://www.bbva-research.com/publicaciones/las-finanzas-autonomicas-en-2013-y-entre-2003-y-2013/>

unas previsiones realistas de recaudación. Con este criterio, el déficit máximo corresponde a 2011, con un registro del 2,8% del PIB. A partir de ese año, las cosas comienzan a mejorar aunque a un ritmo decreciente. Mientras que en 2012 el déficit agregado de las comunidades autónomas se redujo en 1,1 puntos de PIB (pasando del 2,8% al 1,7% del PIB), en 2013 la mejora fue de sólo medio punto, hasta un nivel de déficit del 1,2% del PIB.

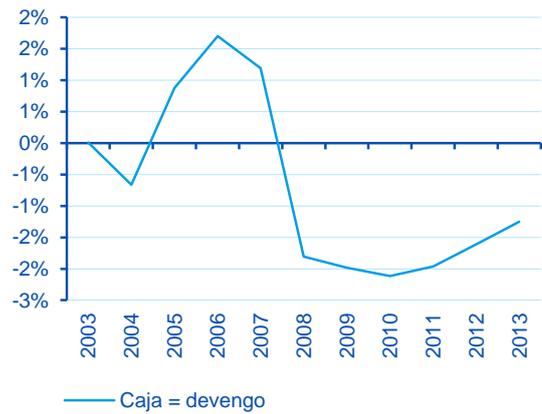
Gráfico 4.1  
Saldo presupuestario no financiero como % del PIB

a. conjunto de las comunidades autónomas



Fuente: A. de la Fuente

b. Navarra

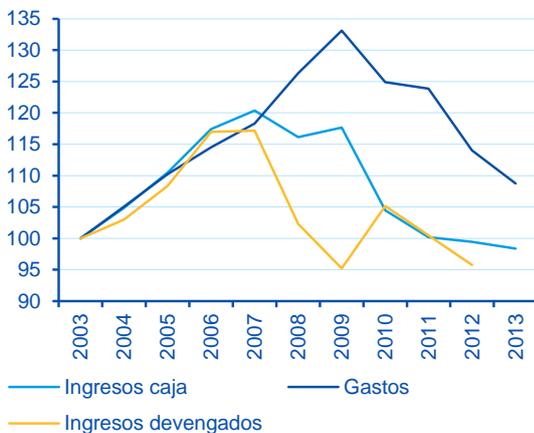


Fuente: A. de la Fuente

Como se puede apreciar en el segundo panel del Gráfico 4.1, el saldo presupuestario de Navarra presenta un patrón cualitativamente similar al promedio nacional calculado con criterio de devengo, aunque con unos superávits mucho mayores en los años inmediatamente anteriores al comienzo de la crisis y un déficit menor una vez se inicia ésta. En el caso de Navarra, la pérdida de ingresos no se ha visto suavizada por las entregas a cuenta del Estado puesto que tal mecanismo no existe en el sistema foral.

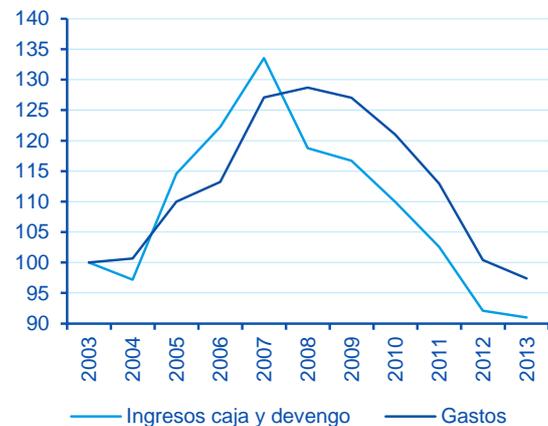
Gráfico 4.2  
Gastos e ingresos no financieros por habitante, a precios constantes de 2008, 2003 = 100

a. conjunto de las comunidades autónomas



Fuente: A. de la Fuente

b. Navarra



Fuente: A. de la Fuente

Resulta interesante analizar en cierto detalle las sendas de gasto e ingreso que hay detrás de los saldos presupuestarios autonómicos. En lo que sigue trabajaremos con cifras de ingresos (por caja) y gastos por habitante medidos siempre a precios constantes de 2008 utilizando el deflactor del PIB nacional. El Gráfico 4.2 resume la evolución de los ingresos y los gastos no financieros así normalizados en el conjunto de las comunidades autónomas **y en Navarra**. En su primer panel se aprecia un patrón de comportamiento con cuatro fases bien diferenciadas. Entre 2003 y 2007 los ingresos y los gastos de las comunidades autónomas crecen a un ritmo similar, lo que permite mantener una situación de equilibrio presupuestario. Entre 2007 y 2009 los gastos se disparan a la vez que los ingresos comienzan a caer levemente en términos de caja y mucho más con criterios de devengo. Entre 2009 y 2011 tanto los ingresos como los gastos se reducen, pero los primeros caen con más fuerza, lo que genera un fuerte aumento del déficit. Finalmente, tras 2011 los ingresos comienzan a estabilizarse mientras que la reducción del gasto se mantiene, permitiendo una reducción del déficit agregado. Como ya hemos visto, esta reducción es mayor en 2012 que en 2013, fundamentalmente gracias a la evolución del gasto, que se recortó de manera más intensa en el primero de estos ejercicios.

**El caso navarro presenta algunas peculiaridades que lo diferencian del promedio nacional. Durante la primera parte del período, los ingresos aumentan bastante más que el promedio, alcanzando un pico superior al nacional en más de diez puntos, y crecen además más rápido que los gastos, lo que permite a la comunidad presentar superávits apreciables durante varios años. Por otra parte, tanto el gasto como el ingreso dejan de crecer ya en 2008 y se reducen más o menos en paralelo a partir de ese año, lo que da lugar a una senda de déficit más plana que la media nacional, aunque también con un nivel inferior como ya se ha visto.**

Las variaciones registradas durante esta década tanto por los ingresos como por los gastos autonómicos son muy importantes. Entre 2003 y 2007 los ingresos reales por habitante del conjunto de las comunidades autónomas aumentaron en algo más de veinte puntos para volver después prácticamente al nivel de origen, situándose en 2014 un 1,6% por debajo del nivel observado en 2003. De la misma forma, el gasto real por habitante creció 33 puntos porcentuales entre 2003 y 2009 y se ha reducido desde entonces en 24 puntos, lo que nos deja 9 puntos por encima del registro inicial, o con un nivel de gasto per cápita real similar al observado en 2005. Así pues, el desequilibrio generado durante el período (un incremento del déficit del 1,3% del PIB) se debe aproximadamente en un 15% a la pérdida de ingresos en relación a su nivel de partida y en el 85% restante al incremento del gasto. Al limitado peso de la pérdida de ingresos ha contribuido muy significativamente el incremento de la aportación estatal al sistema de financiación regional, que aumentó en algo más de un punto del PIB con motivo de la reforma aprobada en 2009.

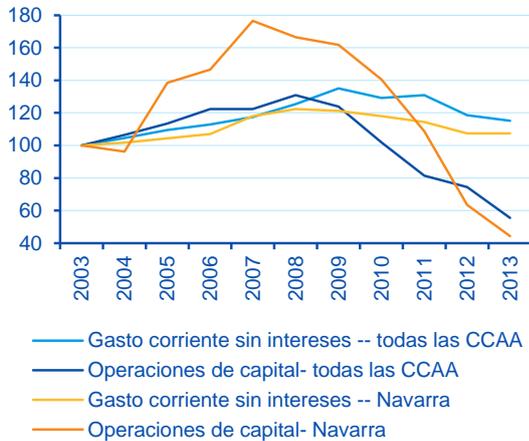
**En el caso de Navarra, el desequilibrio acumulado durante el período ha sido prácticamente el mismo que en el conjunto de España (1,3 puntos de PIB) pero, a diferencia de lo que sucede a nivel nacional, proviene enteramente de la caída de ingresos, dado que el gasto real por habitante de la comunidad se ha reducido ligeramente durante el período analizado.**

El gasto no financiero que se muestra en el Gráfico 4.2 se puede dividir en tres grandes partidas: i) los gastos de capital recogidos en los capítulos 6 y 7 de los presupuestos públicos (inversiones reales y transferencias de capital), ii) el gasto en intereses (capítulo 3) y iii) el gasto corriente neto de intereses, donde se incluyen los gastos de personal, la compra de bienes y servicios y las transferencias corrientes (capítulos 1, 2 y 4). Los dos paneles del Gráfico 4.3 resumen la evolución de estas partidas tras normalizarlas de la misma forma que los ingresos y los gastos agregados.

Gráfico 4.3

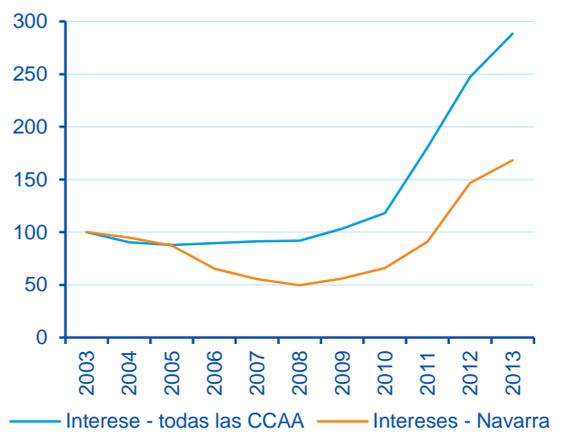
**Componentes del gasto no financiero por habitante, 2003 = 100 conjunto de las comunidades autónomas y Navarra a precios constantes de 2008**

**a. precios constantes de 2008**



Fuente: A. de la Fuente

**b. Navarra**



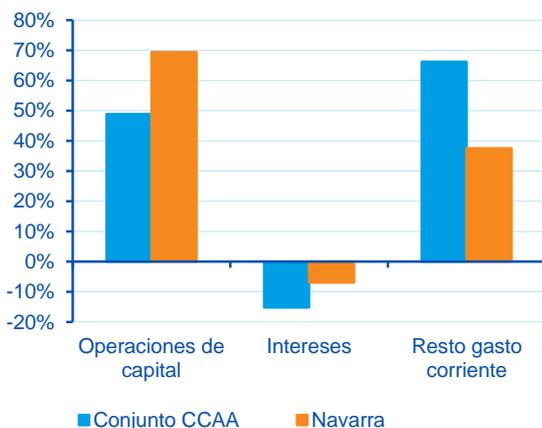
Fuente: A. de la Fuente

Como se aprecia en el gráfico, los perfiles de los tres componentes del gasto agregado son muy diferentes. Mientras que las partidas de inversión se reducen rápidamente durante la segunda mitad del período hasta situarse sólo ligeramente por encima de la mitad de su valor inicial, el gasto en intereses se triplica en pocos años para el conjunto de las comunidades autónomas como resultado de la rápida acumulación de deuda y de la subida de la prima de riesgo. Por otra parte, el grueso del gasto corriente registra a partir de 2009 una caída mucho más modesta que el gasto total, manteniéndose en 2013 a niveles de 2006-07. **Navarra muestra un comportamiento cualitativamente similar a la media, aunque con un pico de inversión muy superior al nacional y más temprano y una caída aún más pronunciada que la de España en su conjunto durante la segunda parte del período. Por otra parte, la evolución de la partida de intereses es más positiva que la media durante toda la década.**

Gráfico 4.4

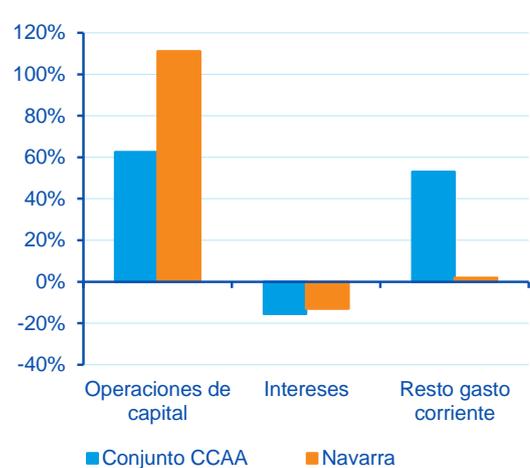
**Peso en la reducción del gasto no financiero por habitante a precios de 2008**

**a. entre 2009 y 2013**



Fuente: A. de la Fuente

**b. entre 2012 y 2013**



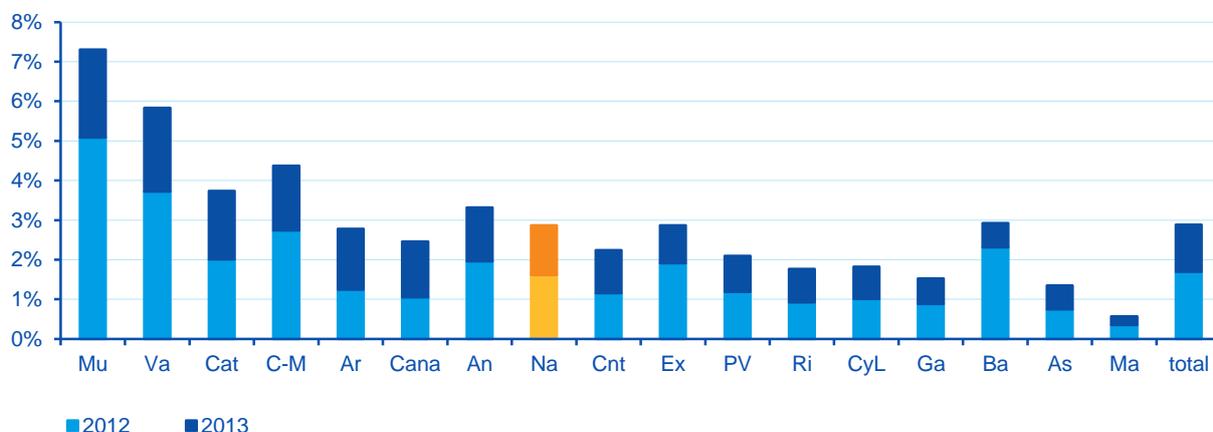
Fuente: A. de la Fuente

El Gráfico 4.4 muestra la contribución de los distintos componentes del gasto al proceso de consolidación fiscal observado durante los períodos 2009 a 2013 y 2012 a 2013 **en Navarra y en el conjunto de las comunidades autónomas**. El signo negativo de la partida de intereses nos alerta de que su crecimiento ha tendido a ralentizar el recorte del gasto en vez de a acelerarlo. Pese a su rápido crecimiento, el efecto de los intereses sobre la evolución del gasto total ha sido limitado gracias al pequeño tamaño inicial de esta partida. El otro hecho interesante que se observa en el gráfico es el elevado peso de las operaciones de capital. Para el conjunto de las comunidades autónomas, aproximadamente la mitad de la reducción observada del gasto entre 2009 y 2013 se debe al fuerte recorte de las partidas de inversión. Si nos centramos en el último ejercicio completo, esta cifra se eleva hasta casi los dos tercios del total. **En Navarra, el peso de la partida de capital en la reducción del gasto es claramente superior al promedio, tanto durante el conjunto del período 2009-13 como durante el último año, en el que apenas se observa reducción del gasto corriente neto de intereses.**

### 3. La evolución de las finanzas regionales en 2013

El Gráfico 4.5 compara los déficits presupuestarios registrados por las comunidades autónomas en 2012 y 2013, calculados con un criterio de caja<sup>37</sup>. Como ha sucedido en el agregado, la mayor parte de las regiones han conseguido reducir significativamente su déficit presupuestario en relación con el ejercicio anterior. Las únicas excepciones han sido Aragón y Canarias, donde el déficit se ha incrementado en torno a unas tres décimas de PIB.

Gráfico 4.5  
**Déficit presupuestario como porcentaje del PIB, 2012 vs. 2013**  
(Gastos no financieros – ingresos no financieros)/PIB



Fuente: A. de la Fuente

Las fuentes inmediatas de la mejora de los saldos presupuestarios regionales se analizan en el Cuadro 4.1. La columna [1] muestra la variación del saldo presupuestario regional entre 2012 y 2013, calculada de forma que un signo positivo de esta variable corresponde a un menor déficit o un mayor superávit no financiero, medido siempre como porcentaje del PIB. La variación del saldo presupuestario es la diferencia entre las variaciones de los ingresos y de los gastos no financieros (columnas [2] y [3] respectivamente). Finalmente, la variación del gasto no financiero total se puede expresar como la suma de las variaciones en sus tres componentes: las operaciones de capital, el gasto en intereses y el resto del gasto corriente.

<sup>37</sup> Los saldos presupuestarios que aquí se analizan se calculan con datos de contabilidad presupuestaria y no coinciden exactamente con los saldos en términos de Contabilidad Nacional, que son los que sirven de referencia oficial para establecer los objetivos de déficit de las comunidades autónomas. Aunque la correlación entre ambos indicadores es elevada (0,86), en algunas regiones existen diferencias muy significativas. Para una comparación entre ambas magnitudes, véase la sección 4 del Anexo de de la Fuente (2014).

El comportamiento del agregado ya ha sido comentado en la sección anterior, aunque trabajando con las variables medidas de una forma ligeramente distinta. Dado que los ingresos se mantienen prácticamente constantes, la mejora del saldo presupuestario medio registrada en 2013 se debe exclusivamente a la reducción del gasto, pero la parte del león del ahorro proviene de las partidas de capital. **En el caso del PV destaca, como ya hemos visto la fuerte caída de los ingresos, que se ha visto más que compensado por la reducción del gasto, en la que pesa mucho el recorte de la inversión.**

Cuadro 4.1

**Variación del saldo presupuestario no financiero entre 2012 y 2013 y desglose del mismo en sus componentes  
Porcentajes del PIB regional**

	[1] variación del saldo presu- puestario	[2] variación ingresos	[3] variación gastos	[4] variación intereses	[5] variación otro gasto corriente	[6] variación operaciones de capital
Andalucía	0,60%	0,12%	-0,48%	0,14%	<b>0,30%</b>	<b>-0,92%</b>
Aragón	<b>-0,30%</b>	0,11%	<b>0,41%</b>	0,13%	-0,09%	<b>0,38%</b>
Asturias	0,15%	0,09%	-0,06%	0,11%	0,09%	-0,26%
Baleares	<b>1,70%</b>	<b>0,96%</b>	-0,74%	0,00%	<b>-0,84%</b>	<b>0,10%</b>
Canarias	<b>-0,35%</b>	0,21%	<b>0,56%</b>	0,12%	0,15%	<b>0,29%</b>
Cantabria	0,08%	0,62%	<b>0,54%</b>	0,13%	0,48%	-0,06%
Castilla y León	0,20%	0,13%	-0,08%	0,14%	0,04%	-0,25%
Cast. La Mancha	1,11%	-0,44%	<b>-1,54%</b>	0,23%	-0,38%	<b>-1,39%</b>
Cataluña	0,28%	-0,15%	-0,43%	0,01%	-0,43%	-0,01%
C. Valenciana	<b>1,60%</b>	0,08%	<b>-1,52%</b>	0,23%	<b>-1,35%</b>	-0,41%
Extremadura	0,96%	<b>1,37%</b>	0,42%	0,09%	0,39%	-0,06%
Galicia	0,23%	0,20%	-0,04%	0,08%	0,11%	-0,23%
Madrid	0,13%	-0,25%	-0,39%	0,10%	-0,29%	-0,20%
Murcia	<b>2,87%</b>	<b>0,58%</b>	<b>-2,29%</b>	0,24%	<b>0,84%</b>	<b>-3,36%</b>
Navarra	0,36%	0,11%	-0,24%	0,09%	0,30%	-0,63%
País Vasco	0,28%	<b>-0,83%</b>	-1,12%	0,04%	-0,51%	-0,65%
La Rioja	0,08%	0,18%	0,10%	0,07%	0,08%	-0,05%
Total	0,51%	-0,01%	-0,52%	0,11%	-0,24%	-0,40%

Fuente: A. de la Fuente

Algunas regiones, sin embargo, presentan patrones de comportamiento muy distintos del promedio nacional. Los casos más llamativos se destacan utilizando negritas en el Cuadro 4.1. Aragón, por ejemplo, presenta un ligero deterioro del saldo presupuestario como resultado de un pequeño incremento del gasto que proviene, en contra de la tendencia general, de un mayor gasto de capital. En Canarias sucede algo similar, aunque aquí el incremento del gasto está más repartido entre las partidas de capital y de gasto corriente. En el otro extremo de la escala están Baleares, Valencia y Murcia, con mejoras del saldo presupuestario superiores a 1,5 puntos del PIB. En Baleares la mejora proviene a partes casi iguales de la mejora de los ingresos y de la reducción del gasto corriente neto de intereses. En la Comunidad Valenciana el factor más importante es la reducción del gasto corriente neto de intereses y en Murcia el recorte de la inversión y, en menor medida, el dinamismo de los ingresos.

## Referencias

de la Fuente, A. (2014). "Las finanzas autonómicas en 2013 y entre 2003 y 2013."

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP, 2014a). Liquidación de los presupuestos de las comunidades autónomas. Secretaría General de Coordinación Autonómica y Local, Madrid. <http://serviciosweb.meh.es/apps/publicacionliquidacion/asp/menulnicio.aspx>

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP, 2014b). Consulta de información de ejecución presupuestaria de las comunidades autónomas. Secretaría General de Coordinación Autonómica y Local, Madrid.

<https://serviciostelematicos.minhap.gob.es/cimcanet/asp/consulta/consulta.aspx>.

## 5 Tablas

Cuadro 5.1

**Principales indicadores de coyuntura de la economía de Navarra**

	2013 (%)		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, %, CVEC)		
	Navarra	España	Navarra	España	Navarra	España	Último mes
<b>Ventas Minoristas</b>	-2,4%	-3,9%	0,7%	0,3%	-0,4%	0,0%	sep-14
<b>Matriculaciones</b>	11,7%	4,1%	16,8%	16,8%	13,1%	1,4%	sep-14
<b>IASS</b>	-4,5%	-2,1%	3,2%	2,1%	-3,0%	0,2%	ago-14
<b>Viajeros Residentes (1)</b>	2,4%	-1,1%	9,0%	4,4%	2,9%	0,0%	sep-14
<b>Pernoctaciones Residentes (1)</b>	0,8%	-1,4%	11,4%	3,5%	3,4%	0,0%	sep-14
<b>IPI</b>	-1,0%	-1,7%	5,9%	1,4%	-4,0%	0,4%	ago-14
<b>Visados de Viviendas</b>	-49,7%	-22,4%	-10,9%	1,5%	1,6%	13,1%	jul-14
<b>Transacciones de viviendas</b>	-3,5%	-2,2%	4,0%	-2,5%	-11,4%	-4,5%	ago-14
<b>Exportaciones Reales (2)</b>	2,0%	3,8%	7,0%	1,9%	-7,4%	-0,5%	ago-14
<b>Importaciones</b>	-11,3%	-3,0%	7,9%	5,8%	-10,1%	-32,1%	ago-14
<b>Viajeros Extranjeros (3)</b>	15,0%	3,3%	8,1%	4,3%	5,3%	-0,2%	sep-14
<b>Pernoctaciones Extranjeros (3)</b>	6,4%	3,8%	11,7%	2,6%	5,9%	0,3%	sep-14
<b>Afiliación a la SS</b>	-3,1%	-3,1%	0,7%	1,3%	-0,1%	0,2%	sep-14
<b>Paro Registrado</b>	4,8%	2,6%	-7,3%	-5,5%	-0,6%	-0,5%	sep-14

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

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

Cuadro 5.2

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

Actividad	2011	2012	2013	2014	2015
PIB real (a/a %)	1,7	-0,7	-0,4	0,8	1,3
Consumo					
Consumo privado	0,2	-1,3	-0,6	0,7	1,3
Consumo público	-0,2	-0,2	0,2	0,9	0,4
Formación Bruta de Capital	1,5	-3,2	-2,4	0,6	1,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,8	0,8	1,1
Exportaciones	6,7	2,6	2,1	3,7	5,1
Importaciones	4,4	-1,0	1,2	4,1	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	1,4	0,4	0,0	0,2
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo a/a%	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,6
Tasa de paro (% población activa)	10,1	11,3	11,9	11,6	11,4
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente % PIB	0,1	1,4	2,3	2,2	2,1
Saldo Fiscal % PIB	-4,1	-3,6	-2,9	-2,8	-2,6
<b>Precios</b>					
IPC , %, promedio	2,7	2,5	1,4	0,5	1,0
IPC subyacente, % , promedio	1,7	1,8	1,3	0,9	1,0
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio (frente USD), promedio	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
Tipo de cambio (frente USD), final de periodo	1,32	1,31	1,37	1,23	1,20
<b>Tipo de interés</b>					
Tipo oficial (REPO), promedio	1,25	0,88	0,55	0,16	0,05
Tipo oficial (REPO), final de periodo	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.  
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.3

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Estados Unidos</b>	1,6	2,3	2,2	2,0	2,5
<b>Eurozona</b>	1,6	-0,6	-0,4	0,8	1,3
<b>Alemania</b>	3,7	0,6	0,2	1,3	1,4
<b>Francia</b>	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1
<b>Italia</b>	0,6	-2,4	-1,8	-0,3	0,8
<b>España</b>	-0,6	-2,1	-1,2	1,3	2,0
<b>Reino Unido</b>	1,1	0,3	1,7	3,1	2,7
<b>América Latina *</b>	4,1	2,6	2,4	0,9	1,8
<b>México</b>	4,0	3,7	1,3	2,5	3,5
<b>Brasil</b>	2,7	1,0	2,5	0,2	1,3
<b>EAGLES **</b>	7,0	5,4	5,3	4,9	5,3
<b>Turquía</b>	8,8	2,1	4,1	2,5	3,9
<b>Asia-Pacífico</b>	6,1	5,2	5,2	5,0	5,2
<b>Japón</b>	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,3
<b>China</b>	9,3	7,7	7,7	7,2	7,0
<b>Asia (exc. China)</b>	3,8	3,5	3,4	3,5	3,9
<b>Mundo</b>	4,1	3,4	3,2	3,2	3,7

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

**Variables financieras**

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Estados Unidos</b>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
<b>Eurozona</b>	1,10	0,75	0,25	0,05	0,05
<b>China</b>	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
<b>EEUU</b>	2,8	1,8	2,4	2,6	3,1
<b>Alemania</b>	2,6	1,5	1,6	1,2	1,0
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
<b>EUR-USD</b>	0,72	0,78	0,75	0,75	0,84
<b>USD-EUR</b>	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
<b>GBP-USD</b>	1,60	1,58	1,56	1,65	1,57
<b>JPY-USD</b>	79,8	79,8	97,6	104,7	115,3
<b>CNY-USD</b>	6,46	6,31	6,20	6,14	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

**Economista Jefe Economías Desarrolladas**

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

*España*

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

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

Virginia Pou  
virginia.pou@bbva.com  
+34 91 537 77 23

Amanda Tabanera  
amanda.tabanera@bbva.com  
+34 91 807 51 44

Anabel Arador  
ana.arador@grupobbva.com  
+ 34 93 401 40 42

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

Juan Ruiz  
juan.ruiz2@bbva.com  
+34 646 825 405

Camilo Andrés Ulloa  
camiloandres.ulloa@bbva.com  
+34 91 537 84 73

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

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

Pep Ruiz  
ruiz.aguirre@bbva.com  
+34 91 537 55 67

Mónica Correa  
monica.correa@bbva.com  
+34 91 374 64 01

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

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

Alicia García-Herrero  
alicia.garcia-herrero@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Áreas Globales**

*España*

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio arubiog@bbva.com

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Escenarios Financieros*  
Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

*México*

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Innovación y Procesos*  
Oscar de las Peñas Sánchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz Pérez  
juan.ruiz@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 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