

Situación Comunitat Valenciana

Primer semestre 2015

Unidad de España

- La recuperación de la economía valenciana se acelera, apoyada en factores tanto externos como internos.
- El tipo de cambio y el precio del petróleo mejorarán la competitividad e impulsarán la actividad.
- Entre 2015 y 2016 se crearán más de 100 mil empleos, pero los desequilibrios del mercado de trabajo continúan siendo relevantes.
- Afianzar la sostenibilidad de las cuentas públicas disminuiría incertidumbres y riesgos para el crecimiento futuro.

Índice

1 Editorial	3
2 Entorno global y economía española	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía valenciana	9
Recuadro 1. Sensibilidad de la economía valenciana al ciclo europeo, al tipo de cambio y al precio del petróleo. Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR	26
Recuadro 2. Encuesta BBVA de Análisis Económico en la Comunitat Valenciana: resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2014	32
4 ¿Qué nos dicen las nuevas Cuentas Territorializadas? El caso de la Comunitat Valenciana	34
5 Cuadros	41

Fecha de cierre: 19 de febrero de 2015

1 Editorial

Desde la última publicación de la revista Situación Comunitat Valenciana en octubre de 2014¹, **la actividad económica** y la creación de empleo **se han acelerado más de lo que se preveía**, mientras que **los riesgos a la baja** derivados del virtual estancamiento en el conjunto de la UEM **no se han materializado**. Ello habría permitido un crecimiento alrededor del 1,4% durante 2014, una décima por encima de lo esperado hace cuatro meses. Más aún, existen sesgos al alza sobre esta estimación en la medida que el crecimiento del empleo en el sector industrial esté siendo compatible con tasas de crecimiento de la productividad similares a las experimentadas en 2013.

Entre los cambios observados en el escenario externo, se ha registrado una **caída significativa del precio del petróleo** que repercute directamente en una mejora de la renta disponible de las familias y en una disminución de los costes de producción. Asimismo, **la política monetaria del BCE ha sorprendido con anuncios más ambiciosos** de lo esperado, lo que ha tenido un impacto adicional sobre la depreciación del tipo de cambio. Junto a lo anterior, esto permite una nueva aceleración del crecimiento, de tal modo que **los indicadores disponibles a la fecha de cierre de esta publicación apuntan a que durante el 1T15 la economía valenciana podría estar creciendo en torno al 0,8% trimestral** (alrededor del 3,5% anualizado). Estos factores, junto con un crecimiento mundial que se espera muestre una moderada aceleración, justifican la **revisión al alza de la previsión de crecimiento del PIB para 2015 hasta el 2,7% y la posibilidad de mantener este ritmo de actividad en 2016 (2,6%)**. Más aún, de continuar la inercia que actualmente presenta la economía valenciana, el sesgo sobre estas previsiones es al alza.

Detrás de este mayor dinamismo se encuentra **la fortaleza que ha mostrado la demanda interna**, particularmente en dos de sus componentes: el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo. Esta última habría permitido cierta reorientación productiva hacia el sector industrial, redundando en una evolución saludable de las exportaciones, a pesar del estancamiento de la actividad de la UEM. Por su parte, el consumo interno seguirá creciendo a buen ritmo, apoyado, en parte, con políticas fiscales expansivas como la disminución del IRPF. Finalmente, la inversión residencial parece dejar atrás la etapa recesiva del ciclo.

Por otro lado, como ya se anticipaba, la consolidación del precio del barril de petróleo en niveles relativamente bajos respecto al promedio de 2014 puede suponer un impulso significativo a la economía valenciana en 2015 y 2016. En general, se percibe que una buena parte de la reducción en el coste del combustible tiene que ver con factores de oferta, y no con una reducción en los flujos comerciales entre países causada por una desaceleración de la demanda agregada mundial. Esto implica que el impacto en una economía netamente importadora como la española será positivo y significativo. En particular, **se estima que el PIB valenciano podría aumentar 1 pp en 2015 como consecuencia del menor coste energético** y su impacto en la industria y el turismo exterior (véase el Recuadro 1 de esta publicación).

Asimismo, el Banco Central Europeo ha sorprendido con una política de expansión cuantitativa de mayor volumen que el esperado, y ha dejado abierta la fecha de terminación del programa (cuando menos, hasta septiembre de 2016). **Estas acciones promoverán una reducción de los costes de financiación al sector privado**, sobre todo, en economías como la española donde la fragmentación del sistema financiero europeo dio lugar a tipos de interés más elevados para familias y empresas que en otros países de la eurozona. Lo anterior apoyará el crecimiento en las nuevas operaciones de crédito y potenciará el buen comportamiento de la demanda interna. Ambos aspectos han más que compensado otros factores no tan positivos como la mutualización limitada del riesgo. Esta expansión monetaria supone una política monetaria divergente respecto a lo esperado al otro lado del atlántico, donde se estima que la FED comience una etapa de subidas de tipos interés desde mediados de 2015. Esta divergencia prolongará **la senda de depreciación del euro, que se situará en torno al 1,11 en el promedio de 2015. Las**

1: Disponible en <https://www.bbvaerearch.com/public-compuesta/situacion-comunitat-valenciana-segundo-semester-2014/>

estimaciones de BBVA Research apuntan a que esta depreciación del 20% respecto a su valor en 2014 podría impulsar en 0,7 pp la economía valenciana en 2015, fruto de la mejora de la competitividad de las exportaciones y de un proceso de sustitución de importaciones más intenso (véase el Recuadro 1).

A todo lo anterior, se añade un entorno especialmente positivo para la economía valenciana. **Después de las dudas surgidas a raíz de la desaceleración de algunas economías europeas, los últimos datos muestran signos de una moderada mejora de la actividad.** De confirmarse el mayor crecimiento de los principales socios comerciales de la región, las exportaciones de bienes y servicios deberían continuar manteniendo la fortaleza que han mostrado en momentos menos propicios.

En todo caso, **este escenario no está libre de riesgos.** Primero, las tensiones geopolíticas relacionadas con la crisis en Rusia, la brusca caída del precio del petróleo y la incertidumbre del impacto de la política monetaria de la FED en los países emergentes podrían generar ciertas tensiones financieras que afecten negativamente a la actividad económica. Segundo, Europa tiene que superar **un intenso calendario electoral, que podría condicionar las políticas económicas que siguen siendo necesarias** y deben implementarse durante los próximos años.

En la Comunitat Valenciana, la mayor incertidumbre se cierne sobre el proceso de consolidación fiscal. Pese a la mejora cíclica de los ingresos, tanto la disminución del IRPF como la previsible desviación sobre el objetivo de déficit fiscal autonómico en 2014 hacen que, en ausencia de medidas adicionales a las conocidas hasta la fecha, sea improbable alcanzar la meta establecida para 2015 (0,7% del PIB). De este modo, aún a la espera de los cambios que pueda suponer la futura reforma del sistema de financiación autonómica (véase la Sección 4 de esta publicación), la Generalitat debería trabajar en políticas específicas, bien diseñadas y distribuidas en el tiempo, que permitan una reducción verosímil del déficit y de los niveles de endeudamiento público. Por otro lado, si la ejecución del presupuesto durante 2015 diera lugar a una desviación del déficit que no reflejara la mejora de la actividad en el actual contexto de recuperación económica, se podría aumentar la incertidumbre sobre el grado de compromiso con la consolidación fiscal.

Finalmente, no hay que olvidar que, incluso en este escenario de recuperación, **los desequilibrios de la economía se mantienen elevados.** El principal, una tasa de paro que se prevé se mantenga por encima del 20% en estos dos años. Pero también existen otros, como **un consumo que continúa en niveles relativamente elevados** respecto a lo que pueden explicar sus fundamentales, **un aumento de las importaciones**, que ha retrasado el proceso de desapalancamiento externo de la economía española y un grado de endeudamiento de ciertos sectores todavía alto. Por lo tanto, el principal objetivo de las políticas públicas debería ser el de aumentar la capacidad de crecimiento para acelerar el proceso de absorción de los desequilibrios de una forma virtuosa. Sobre todo, en un entorno donde también existen **algunos vientos en contra, como la reducción que se observa en la tasa de actividad**, debida a factores principalmente estructurales². A este respecto, hay **dos elementos que históricamente explican la falta de convergencia** con las economías europeas más avanzadas. Por un lado, una **tasa de paro estructuralmente más elevada** y, por otro, un **nivel de productividad consistentemente más bajo**. Para impulsar la reducción de la primera, fomentando el empleo indefinido, BBVA Research ha propuesto una **reforma del sistema de contratación**. De adoptarse, la propuesta traería una disminución en las tasas de temporalidad y de desempleo, además de un incremento en la productividad y los salarios³. Para impulsar una mayor productividad, es necesario avanzar en una adecuada regulación (marco institucional), en un incremento de la competencia y en una mejora del capital humano⁴. La ventana de oportunidad que se abre con un entorno positivo para la economía debe ser aprovechada para implementar reformas ambiciosas, que permitan mantener el crecimiento si algunos de estos vientos a favor cambian de dirección.

2: Para una información más detallada, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España Primer Trimestre de 2015 disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-de-2015/>

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

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

2 Entorno global y economía española

La economía global concluyó 2014 mejor de lo que lo empezó, creciendo por encima del 3% gracias al impulso de EE. UU. y al viento de cola que supone la caída de los precios del petróleo como consecuencia de aumentos en su oferta. En el escenario más probable, **la mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016 y superará el 3,5% en promedio**. Sin embargo, habrá una diferenciación relevante entre áreas, dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias. Dos eventos que marcan, a priori, las perspectivas del escenario económico global.

La **caída del precio del petróleo** es positiva para los países importadores, al impulsar su actividad económica y reducir las presiones inflacionistas, y negativa para los exportadores, al contraer sus ingresos. En el caso de la **zona euro**, la presión a la baja sobre una inflación ya reducida aumenta los riesgos de caer en una espiral deflacionaria (retroalimentación entre caídas de precios y demanda agregada). Para evitar esta vulnerabilidad, **el Banco Central Europeo (BCE) lanzó un programa de compra de activos públicos y privados desde marzo y hasta que las expectativas de inflación sean compatibles con la estabilidad de precios**. Se espera que esta medida contribuya al crecimiento a través de la depreciación del euro y la reorientación de flujos financieros hacia la búsqueda de una mayor rentabilidad, lo que ayudará a animar el consumo y la inversión. La unión bancaria también debería favorecer la oferta de crédito al reducir el coste de capital para unos bancos cuyos balances están contrastados, supervisados y regulados por una única autoridad en el área.

En EE. UU., con un crecimiento mayor que el de la zona euro y una inflación no tan baja, la **Reserva Federal Estadounidense (Fed)** tendrá un mayor margen de maniobra para implementar la subida de tipos de interés prevista para 2015. El crecimiento anual medio se acercará al 3,0% durante el próximo bienio, mientras que la tasa de desempleo se situará en torno al 5,0%. Por su parte, la inflación, ayudada por los precios del petróleo, se mantendrá en el entorno del 2,0% en promedio. En este contexto de dinamismo económico y expectativas de inflación ancladas, el dilema de la Fed se resolverá con el comienzo, hacia mediados de 2015, de una etapa de subidas de tipos de interés, aunque a un ritmo más lento que en otros ciclos expansivos.

La **normalización monetaria de la (Fed)** es síntoma del fortalecimiento de su economía, pero también un **reto para los países emergentes** que tengan que implementar políticas anticíclicas para mitigar el efecto de la caída de precios de materias primas y de la menor demanda doméstica. Aquellas más necesitadas de ahorro externo tendrán que demostrar su capacidad de desvincularse de la Fed y de depreciar sus monedas manteniendo su estabilidad macroeconómica. Un difícil equilibrio, y más en un entorno financiero global volátil, debido, en parte, a la incertidumbre sobre los efectos de la primera subida de tipos de interés de la Fed desde 2006⁵.

5: Un mayor detalle se puede encontrar en Situación Global, Primer Trimestre de 2015, descargable [aquí](#).

En España la recuperación se acelera, amparada en factores tanto internos como externos

En 2014 la economía española apuntaló la recuperación emprendida en el segundo semestre de 2013. A pesar de que el entorno internacional no estuvo libre de riesgos⁶, a medida que avanzó el año se consolidó el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por el **mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria, la mejora de la confianza y los cambios estructurales de los últimos años**. Entre estos últimos está la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas acometidas y la reorientación productiva hacia el exterior. Al hilo de estos avances, en los trimestres centrales del año el crecimiento se estabilizó en una tasa anual equivalente del 2,0%, y en el último trimestre se aceleró hasta alrededor del 3,0%.

Todo lo anterior llevó a que la **economía española cerrara el 2014 con un crecimiento del PIB superior al esperado hace un año (1,4% frente al 0,9%)** que, además, supuso el primer balance anual positivo desde 2008. **La expansión de la actividad en el conjunto del año se concentró en la demanda nacional (sobre todo privada), que sorprendió positivamente** durante la mayor parte del ejercicio. Cabe destacar, en primer lugar, el crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva y, en segundo lugar, el cambio de ciclo de la inversión en construcción residencial que, por primera vez desde 2007, registró tasas de variación positivas durante el segundo semestre del año.

Por el contrario, la demanda externa neta drenó crecimiento en 2014, a pesar de la fortaleza que mostraron las ventas al exterior en un entorno marcado por la ausencia de dinamismo en Europa. Así, la aportación negativa del saldo comercial al crecimiento se explica por **las sorpresas al alza que se registraron en la demanda final, que en esta ocasión fueron satisfechas, en buena medida, con importaciones de bienes y servicios**.

Hacia delante, los fundamentos de la economía española justifican la consolidación de la recuperación a lo largo del próximo bienio. Para el primer trimestre de 2015, la información conocida a la fecha de cierre de este informe apunta hacia una aceleración de la actividad (MICA-BBVA⁷: entre el 0,8% t/t y el 0,9% t/t) (véase el Gráfico 2.1). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁸, que evidencian una mejora de las expectativas de crecimiento (véase el Gráfico 2.2). De consolidarse esta tendencia, la actividad crecerá en torno al 2,7% tanto en 2015 como en 2016, un ritmo de crecimiento que permitirá acumular hasta el final del periodo una creación neta de empleo en torno a 1.000.000 de personas, y reducir la tasa de paro hasta cerca del 20%⁹.

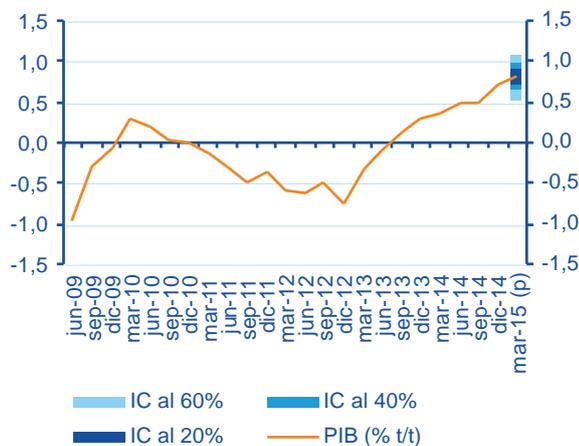
6: Donde cabe mencionar el aumento de la volatilidad y de las primas de riesgo tras el repunte de las tensiones geopolíticas, los temores respecto a un menor crecimiento e inflación en economías desarrolladas (siendo de particular preocupación para España la falta de dinamismo observada durante los últimos trimestres en la UEM) y la incertidumbre sobre los cambios de la política monetaria a nivel mundial.

7: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible [aquí](#).

8: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible [aquí](#).

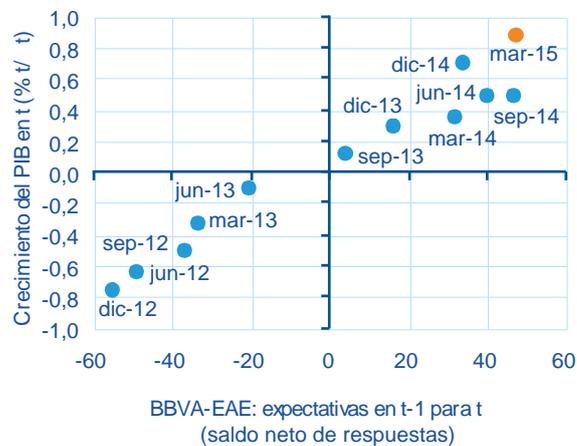
9: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,0% y la tasa de paro se situará en torno a 20,9% en 2016.

Gráfico 2.1
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.2
España: crecimiento económico y expectativas de los participantes en la EAE-BBVA en el trimestre anterior



Fuente: BBVA Research a partir de INE

En el panorama económico internacional, se espera un crecimiento de la economía global superior al registrado en 2014, lo que en el caso de la economía europea implicará aumentos del PIB en torno al 1,3% en 2015 y del 2,2% en 2016. Este aspecto, junto con la diversificación geográfica y la **depreciación del tipo de cambio efectivo real -apoyada en la devaluación interna y en la política monetaria más expansiva en Europa-** contribuirán positivamente a la evolución de las exportaciones. **A los factores externos se suma el viento de cola que supone la caída del precio del petróleo** en más de un 50% desde julio, hasta cerca de los 50 dólares por barril Brent al cierre de esta publicación. Si bien las estimaciones de BBVA Research apuntan a un aumento gradual de los precios hasta el entorno de los 70 dólares por barril (promedio 2015-2016), **el impacto neto de la corrección acumulada será positivo, y podría alcanzar los 0,7 pp anuales del PIB en promedio para el bienio 2015-2016¹⁰.**

A nivel doméstico, la economía española cierra, al menos de momento, el capítulo de la **política fiscal contractiva**: la rebaja impositiva -cuyo primer tramo está en vigor desde enero- supondrá un impulso para el crecimiento en el corto plazo. Asimismo, la **restauración de la confianza, la recuperación del mercado laboral, la mejora de la financiación a empresas y familias** y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda interna. Por primera vez desde 2007 se espera que todos los componentes de la demanda nacional experimenten un saldo anual positivo.

Si bien el escenario presentado en este informe incorpora una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2015 (de 0,7 pp), conviene recordar que la recuperación no está libre de riesgos. A nivel externo, las incertidumbres geopolíticas siguen siendo una amenaza. Por otro lado, aunque no hay dudas relevantes respecto a la forma gradual y lenta en la que actuará la Reserva Federal (Fed), existe una elevada incertidumbre sobre cómo reaccionarán muchos mercados emergentes ante la primera subida de tipos en los Estados Unidos. Finalmente, no se puede descartar que la intensidad y rapidez de la caída del precio del petróleo pueda generar turbulencias en algunos sectores, mercados y países, mermando las ganancias derivadas del abaratamiento de los costes.

10: Las estimaciones presentadas en este informe se han obtenido a partir de un VAR estructural del mercado del petróleo, identificado con restricciones de signo. Para más detalles acerca de los efectos del precio del petróleo sobre la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011. Disponible [aquí](#).

En Europa, una consecuencia no deseada de las medidas del BCE es que podrían ralentizar la reducción de la fragmentación financiera, al no contemplar una mutualización total del riesgo. Más allá del ámbito de la política monetaria común, los estados miembros de la eurozona deben trabajar en políticas de oferta que disipen las dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural. Además, Europa tiene que superar un complicado calendario electoral, con elecciones en al menos ocho países. Dependiendo de la gestión que lleven a cabo los gobiernos que salgan elegidos en las urnas, podrían darse escenarios en los que la incertidumbre política llegue a ser un lastre para el crecimiento.

Por último, España se enfrenta al reto de conseguir que el crecimiento sea sostenido y sostenible. La mejora de la actividad debe seguir acompañada por una intensa creación de empleo para que la recuperación termine de llegar al conjunto de la sociedad y sea sostenible internamente. Y la mejora del empleo debe ser compatible con la consecución de saldos positivos en la balanza por cuenta corriente, de forma que la recuperación sea sostenible en términos externos.

Cuadro 2.1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)						Promedios anuales				
	1T14	2T14	3T14	4T14 (e)	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)	
Gasto en Consumo Final Nacional	1,1	1,8	2,2	2,5	-3,1	-2,4	1,9	2,2	1,6	
G.C.F Privado	1,3	2,2	2,7	3,0	-2,9	-2,3	2,3	2,5	1,7	
G.C.F AA. PP	0,5	0,7	0,9	1,1	-3,7	-2,9	0,8	1,5	1,4	
Formación Bruta de Capital Fijo	0,5	3,2	3,1	4,2	-8,1	-3,8	2,8	5,2	6,4	
Equipo y Maquinaria	15,4	12,7	9,5	9,9	-9,1	5,3	11,8	7,2	6,3	
Construcción	-8,1	-2,0	-1,2	0,3	-9,3	-9,2	-2,8	3,2	5,6	
Vivienda	-7,3	-3,4	-1,5	1,5	-9,0	-7,6	-2,8	5,1	9,5	
Otros edificios y Otras Construcciones	-8,8	-0,9	-0,9	-0,6	-9,6	-10,5	-2,9	1,8	2,6	
Demanda nacional (*)	1,2	2,2	2,5	2,7	-4,3	-2,7	2,1	2,7	2,4	
Exportaciones	6,3	1,5	4,6	5,5	1,2	4,3	4,4	6,1	7,2	
Importaciones	8,9	4,8	8,2	8,5	-6,3	-0,5	7,6	6,8	7,1	
Saldo exterior (*)	-0,5	-0,9	-0,9	-0,7	2,2	1,4	-0,7	0,0	0,2	
PIB real pm	0,7	1,3	1,6	2,0	-2,1	-1,2	1,4	2,7	2,7	
PIB nominal pm	0,3	0,7	1,2	1,5	-1,9	-0,6	0,9	3,4	4,6	
Pro-memoria										
PIB sin inversión en vivienda	1,1	1,5	1,8	2,0	-1,7	-0,9	1,6	2,6	2,4	
PIB sin construcción	1,7	1,6	1,9	2,2	-1,1	-0,2	1,9	2,6	2,4	
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	2,5	-4,3	-2,8	1,2	3,2	2,9	
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	23,7	24,8	26,1	24,4	22,5	20,9	
Empleo total (e.t.c.)	-0,6	0,8	1,4	2,1	-4,4	-3,3	0,9	2,6	2,3	

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

3 Perspectivas de crecimiento de la economía valenciana

Como se adelantaba en la última edición del Situación Comunitat Valenciana publicada en octubre 2014¹¹, durante el año pasado la economía valenciana apuntaló la recuperación emprendida en el segundo semestre de 2013. A pesar de que el entorno internacional no estuvo libre de riesgos¹², a medida que avanzó el año se consolidó el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por el mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria, la mejora de la confianza y los cambios estructurales de los últimos años. Entre estos últimos están la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas acometidas y la reorientación productiva hacia la industria y el sector exterior.

Todo lo anterior llevó a que **la economía valenciana cerrara 2014 con tasas de crecimiento que se estiman cercanas al 1,4%. Estas cifras, que suponen el primer balance anual positivo desde 2008**, reflejarían un crecimiento una décima superior a lo publicado en la última edición de esta revista y casi un punto porcentual por encima de lo previsto hace un año.

La expansión de la actividad se debe a varios factores que han contribuido de manera sinérgica al crecimiento. En primer lugar, **la demanda interna se comportó mejor de lo esperado hace un año**, apoyada también en un esfuerzo fiscal inferior al estimado. Así, los principales indicadores parciales mostraron un crecimiento sostenido, al tiempo que se apreciaba un cambio de ciclo en la inversión en construcción residencial. En segundo lugar, pese a los signos de desaceleración de algunos socios comerciales, **la demanda externa volvió a contribuir positivamente** estimulada por la senda de depreciación del euro iniciada en abril y la continuidad del ajuste en los precios relativos. En particular, destacaron las ventas de automóviles que, tras un excepcional ejercicio de la industria valenciana, fomentaron una mejora de la balanza comercial regional. Precisamente, el aumento del empleo en **el sector industrial valenciano**, que ya en el pasado mostró tasas de crecimiento de la productividad superiores al agregado de la economía, habría afianzado el crecimiento en la región y, por tanto, propiciado la mejora de las previsiones para la economía valenciana.

Hacia delante, tanto a nivel regional como para el agregado nacional, **los fundamentos de la economía justifican la consolidación de la recuperación en los próximos años. En el panorama económico internacional, se espera un crecimiento de la economía global superior al registrado en 2014**, con aumentos del PIB de la eurozona en torno al 1,3% en 2015 y del 2,2% en 2016. A este aspecto se sumarán varios factores adicionales. Por un lado, **la política monetaria expansiva en Europa augura un euro por debajo de los 1,2 dólares durante el próximo bienio, que podría impulsar el PIB valenciano en 0,4 pp.** Más aún, el proceso de devaluación interna seguirá propiciando un entorno de depreciación del tipo de cambio efectivo real. Paralelamente, se ha registrado **una caída del precio del petróleo en más de un 50% desde julio, hasta cerca de los 50 dólares por barril Brent al cierre de esta publicación.** Si bien las estimaciones de BBVA Research apuntan a un aumento gradual de los precios hasta el entorno de los 70 dólares por barril (promedio 2015-2016), **el impacto neto de la corrección acumulada será positivo, y podría alcanzar los 0,7 pp anuales del PIB en promedio para el bienio 2015-2016.**

A nivel doméstico, la restauración de la confianza, la recuperación del mercado laboral, la mejora de la financiación a empresas y familias y una política fiscal menos contractiva por parte del conjunto

11: Véase Situación Comunitat Valenciana Segundo Semestre 2014 disponible en <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-comunitat-valenciana-segundo-semestre-2014/>.

12: Donde cabe mencionar el aumento de la volatilidad y de las primas de riesgo tras el repunte de las tensiones geopolíticas, los temores respecto a un menor crecimiento e inflación en economías desarrolladas (siendo de particular preocupación para España la falta de dinamismo observada durante los últimos trimestres en la UEM) y la incertidumbre sobre los cambios de la política monetaria a nivel mundial.

de AA. PP. en España apoyarán la recuperación de la demanda interna regional. Más aún, la rebaja impositiva -en vigor desde enero- supondrá un impulso para el crecimiento en el corto plazo. No obstante, y a pesar de la mejora cíclica de los ingresos y la disminución de los costes de financiación¹³, tras el incumplimiento recurrente de las metas fiscales dicha rebaja supone una dificultad adicional para alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria en 2015. Explicar cómo y en qué plazos se hará dicha consolidación eliminaría incertidumbres sobre su impacto en la economía regional.

Todo lo anterior supone que **para el año en curso se espere un crecimiento del PIB del 2,7%**. Hacia 2016, la corrección de algunos factores exógenos que están potenciando la recuperación y la incertidumbre en torno a las cuentas públicas valencianas podrían disminuir marginalmente la velocidad del crecimiento, hasta el 2,6%.

Con todo, si bien el escenario presentado incorpora una revisión al alza en las expectativas de crecimiento, **dicha estimación no está exenta de riesgos. A nivel externo, las incertidumbres geopolíticas** siguen siendo una amenaza. Por otro lado, aunque no parecen existir dudas respecto a la forma gradual y lenta en la que actuará la Reserva Federal (Fed), existe una elevada incertidumbre sobre cómo se acoplarán muchos mercados emergentes ante la primera **subida de tipos en los Estados Unidos**. Finalmente, no se puede descartar que la brusquedad de la **caída del precio del petróleo** pueda generar turbulencias en algunos sectores, mercados y países, mermando las ganancias derivadas del abaratamiento de los costes.

En Europa, una consecuencia no deseada de **las medidas del BCE es que podrían ralentizar la reducción de la fragmentación financiera** al no contemplar una mutualización total del riesgo. Además, Europa tiene que superar un **complicado calendario electoral**, con elecciones en al menos ocho países, que podría generar cierta incertidumbre política.

Por último, España se enfrenta al reto de conseguir que el crecimiento sea sostenido y sostenible. La mejora de la actividad debe seguir acompañada por una intensa creación de empleo para que la recuperación termine de llegar al conjunto de la sociedad y sea sostenible internamente. La mejora del empleo debe ser compatible con la consecución de saldos positivos en la balanza por cuenta corriente, de forma que la recuperación sea sostenible en términos externos. Por su parte, **la Comunitat Valenciana deberá dar continuidad políticas que incrementen el capital humano y la productividad del mercado laboral** a fin de asegurar el crecimiento estructural y acelerar la convergencia en términos de PIB per cápita con el agregado nacional.

2014: la economía valenciana consolida la recuperación

Tras un 2013 marcado por la transición hacia una nueva fase expansiva del ciclo, **las expectativas auguraban que 2014 sería el año en que la economía valenciana alcanzara las primeras cifras de crecimiento anual de la actividad desde 2008.**

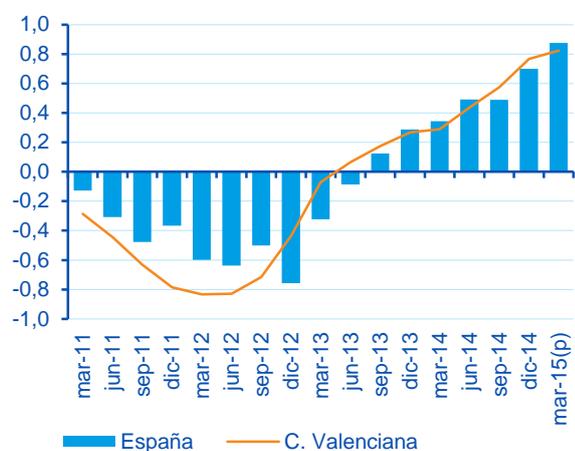
Efectivamente, **confirmando los pronósticos, la recuperación ganó terreno a lo largo del año** (véase el Gráfico 3.1) al tiempo que los principales indicadores de coyuntura económica mostraron una senda positiva, alentados por la mejora de la confianza, la normalización de las tensiones en los mercados financieros y el impacto de las reformas estructurales llevadas a cabo tanto a nivel nacional como regional. De este modo, para el conjunto de 2014, BBVA Research estima un crecimiento del PIB regional en torno al 1,4% (véase el Gráfico 3.2), dejando atrás cinco años consecutivos de recesión económica y una caída acumulada cercana al 12%¹⁴ (España 7,5%).

13: La disminución del tipo de interés hasta el 0% del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) y del Plan de Pago a Proveedores a 1 de Enero de 2015, supone un ahorro para las arcas públicas alrededor de 750 millones de euros, según estimaciones de la Generalitat.

14: La adaptación de la Contabilidad Regional Española a la nueva base del año 2010 implicó una revisión a la baja del crecimiento regional acumulado en el periodo 2009-2013 de casi 2 pp. Para una información más detallada, véase Contabilidad Regional de España (CRE) disponible en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=%2Ft35%2Fp010&file=inebase&L=0>

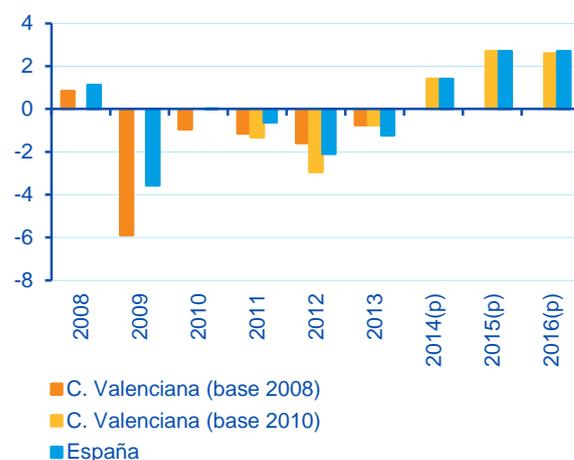
Como se adelantaba anteriormente, esta cifra supone una revisión al alza respecto a lo que se esperaba a principios de 2014. Diversos factores subyacen a esta revisión. En primer lugar, **una política fiscal menos restrictiva de lo esperado habría posibilitado un tono más saludable de la demanda interna regional** que el estimado hace un año. En segundo lugar, **las exportaciones de bienes han mostrado una senda creciente que, pese a la desaceleración del turismo, ha permitido que la demanda externa contribuyera al crecimiento regional**. Finalmente, **los registros del mercado laboral han mostrado una evolución más positiva** que el conjunto de la economía española, lo que ha permitido cerrar el diferencial de la tasa de paro con el agregado nacional. Más aun, el incremento del empleo industrial en la segunda mitad del año podría mejorar las ratios de productividad de la economía valenciana, sesgando al alza el crecimiento tanto en 2014 como en 2015.

Gráfico 3.1
MICA BBVA- C. Valenciana¹⁵ y España:
crecimiento del PIB (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.2
C. Valenciana y España: crecimiento del PIB
(a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El consumo privado cerró el año al alza

Como se apuntaba en la última edición del Situación Comunitat Valenciana, los principales indicadores de consumo en la región sugieren que el gasto de los hogares en la región habría vuelto a crecer en el último trimestre del año. **El avance en la evolución del componente salarial de la renta disponible de las familias, la mejora de su percepción sobre la situación económica¹⁶ y el incremento de las nuevas operaciones de crédito al consumo, habrían estimulado el consumo privado a lo largo del año.**

Efectivamente, en línea con lo acontecido en el conjunto de España, una inflación contenida, unos tipos de interés que mantuvieron una senda bajista -asociados a un tono expansivo de la política monetaria del BCE y a los avances en la reducción de la fragmentación financiera en Europa- y algunos estímulos fiscales (como la vigencia del plan PIVE) permitieron un **crecimiento positivo de los principales indicadores parciales de consumo en el conjunto de 2014** (véase el Gráfico 3.3)¹⁷. Asimismo, las importaciones de bienes de consumo refrendan esta evolución, al registrar tasas de crecimiento de dos dígitos en el agregado del año. Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica de BBVA

15: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1021_tcm348-231736.pdf

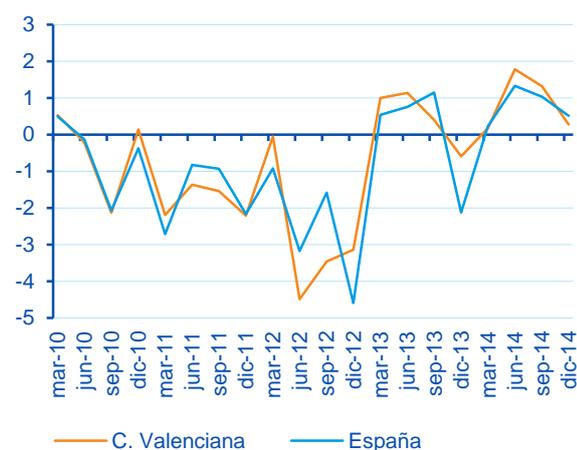
16: La percepción de los hogares sobre su situación económica futura ha mejorado de forma ininterrumpida desde ago-12, lo que ha tenido efectos significativos sobre su propensión a consumir. Véase el Recuadro 4 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2009 para un análisis detallado de cómo la evolución de las expectativas de los hogares condicionan su gasto en consumo en el agregado de la economía española. http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/0912_situacionconsumoespana_tcm346-207180.pdf?ts=2012014.

17: Para una información más detallada sobre el resto de indicadores véase el Cuadro 5.1

(véase Recuadro 1), que muestran una senda creciente de las ventas al por menor en 2014 (véase el Gráfico 3.4) como consecuencia de un entorno de mayor certidumbre.

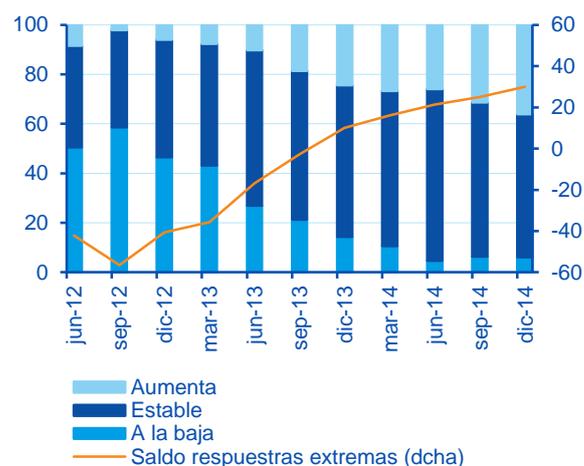
Hacia delante, se espera una continuidad del ritmo de expansión del consumo interno apoyado en la recuperación del mercado laboral, la ausencia de presiones inflacionistas y unos tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos.

Gráfico 3.3
C. Valenciana y España: índice de comercio minorista (t/t, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4
Encuesta BBVA de Actividad Económica en la C. Valenciana: percepción sobre la evolución de las ventas minoristas (Saldo de respuestas, %)



Fuente: BBVA Research

El ajuste del gasto público debería intensificarse en la última parte del año

Los últimos datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta noviembre muestran que la Generalitat valenciana ha mantenido cierta política de control del gasto, pero elevan considerablemente la probabilidad de incumplimiento del objetivo de estabilidad. De esta forma, pese al incremento observado en la remuneración de asalariados y en las transferencias corrientes, el gasto de la Comunitat Valenciana apenas creció un 0,3% hasta noviembre de 2014. Por su parte, los ingresos de la región han caído respecto al mismo periodo del año anterior, en línea con lo esperado. Como consecuencia, el déficit de la Comunitat Valenciana se situó a cierre del mes de noviembre en torno al 1,9% de su PIB, algo más de una décima por encima del registrado hasta noviembre de 2013 (véase el Gráfico 3.5).

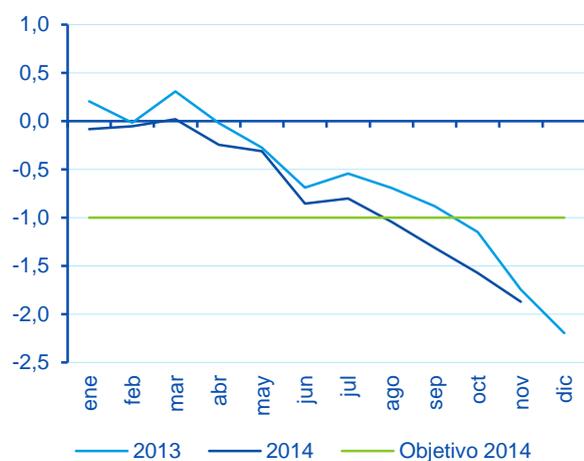
Respecto a la política de endeudamiento, a lo largo de 2014 la Generalitat valenciana volvió a financiarse casi exclusivamente con los mecanismos de liquidez puestos a disposición de las comunidades para hacer frente a sus compromisos de pago (4.554 millones de euros del Fondo de Liquidez Autonómica -FLA- y 2.085 millones del Fondo de Pago a Proveedores (F.P.P.) hasta septiembre de 2104), en detrimento de otros instrumentos de financiación como los valores o los préstamos bancarios (véase el Gráfico 3.6). Como resultado, la deuda de la Comunitat Valenciana se elevó hasta el 36,5% del PIB regional en septiembre de 2014, y se mantiene como la región más endeudada en términos relativos.

Hacia delante, el presupuesto para 2015 aprobado por la Generalitat valenciana continúa relajando su política de ajuste del gasto, y prevé un incremento del mismo en todas las partidas salvo en el gasto por intereses -favorecido por la reestructuración de los mecanismos de liquidez aprobada en diciembre 2014- y en las transferencias de capital. De hecho, la Generalitat ha adaptado el IRPF a la rebaja

impositiva del Gobierno central, y pese a ello, prevé que los ingresos aumenten impulsados por las transferencias corrientes a recibir de la Administración central, derivadas de las entregas a cuenta y la liquidación del sistema de financiación.

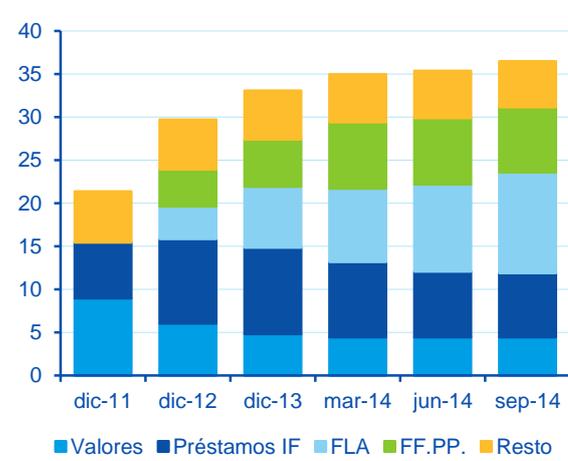
En este contexto, se estima que la Comunitat Valenciana no solo haya cerrado 2014 incumpliendo el objetivo de estabilidad (-1,0%), si no que con un déficit, por encima del 2% se habría superado el observado en 2013. **Para 2015, dada la magnitud de la desviación sobre el objetivo de 2014, y ante la ausencia de medidas adicionales de ajuste fiscal, resulta altamente improbable que la Generalitat consiga reducir su déficit hasta el objetivo del -0,7%, en ausencia de medidas adicionales.**

Gráfico 3.5
C. Valenciana: capacidad / necesidad de financiación (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.6
C. Valenciana: deuda vida según PDE (% PIB regional)



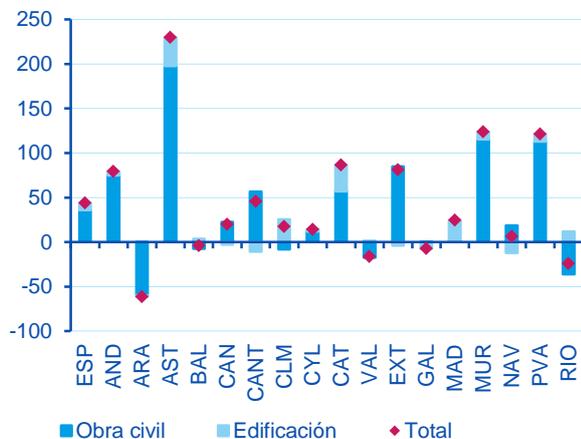
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Se reduce la licitación en 2014 pero en la región sigue habiendo obras y compromisos futuros relevantes para la inversión pública

Durante los últimos meses del año la inversión en obra pública se comportó peor que hace un año. Tras haberse incrementado en un 52% en la primera parte del año, entre julio y diciembre, el presupuesto se redujo un 27% a/a. Así, el Gráfico 3.7 refleja que **en 2014 la licitación en la Comunitat Valenciana se contrajo un 3,4%**, un dato que contrasta con el crecimiento medio del 33% en España. Durante los primeros tres trimestres del año, la mayor parte de la licitación se destinó hacia obras en carreteras y obras hidráulicas y de urbanización, sin destacarse ninguna obra de gran relevancia en la región. La desagregación territorial muestra que la mayor parte de presupuesto anunciado a lo largo del año se dirigió a obras en la provincia de Valencia, seguida de cerca se encontró Alicante y, a gran distancia de las ambas, Castellón, que sólo aglutinó el 8,7% del presupuesto total del periodo.

Gráfico 3.7

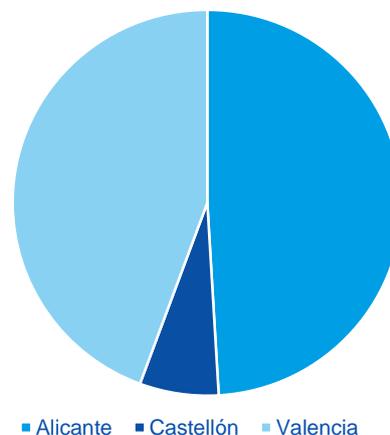
Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual en 2014 (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.8

C. Valenciana: distribución del presupuesto de licitación por provincias en 2014 (% total)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

Por organismos financiadores, los Entes Territoriales incrementaron el presupuesto de los proyectos litigados en un 12%, hasta aglutinar el 70% del total de licitación en la región, en detrimento del Estado, cuya licitación se redujo en un 47% en el periodo.

La recuperación del sector inmobiliario se modera transitoriamente en la segunda parte del año

Los datos del mercado inmobiliario conocidos de la última mitad de 2014 muestran una ligera desaceleración de la recuperación que venía observándose desde finales de 2013. Sin embargo, dada la volatilidad que muestran los datos en esta fase de recuperación, sobre todo los relativos a la actividad, puede decirse que se trata de una moderación transitoria, sin que se haya roto la tendencia de crecimiento.

Durante el tercer trimestre del año en la Comunitat Valenciana se vendieron poco más de 12.100 viviendas, lo que supone un deterioro respecto al trimestre precedente del 3,6%, una vez corregidas las variaciones estacionales propias del trimestre. Con todo, la suma de operaciones realizadas entre enero y septiembre de 2014 superó en un 10% a la del mismo periodo del año precedente. Este incremento que viene de la mano de la vivienda usada¹⁸ que registró un aumento de ventas del 12,2%, al tiempo que las operaciones de viviendas nuevas se redujeron un 3,1%. Así, es previsible que 2014 haya concluido con un aumento de ventas, tras el descenso del 10% de 2013, por lo que se trataría de una recuperación menos intensa que la media nacional, que en los tres primeros trimestres registra un incremento de ventas del 17%. En todo caso, debe tenerse en cuenta que desde 2010 las ventas en la región se han comportado sistemáticamente mejor que la media nacional, destacando un descenso de ventas en la Comunitat Valenciana notablemente inferior a la media española en 2013.

La composición de la demanda no revela cambios significativos en el tercer trimestre del pasado año. El más destacable sería el descenso interanual que se aprecia en las compras realizadas por residentes en otras regiones del país (-7,8% frente al -3,2% de media); por lo demás, se observó un crecimiento interanual de la demanda de residentes en la región ligeramente mayor al del segundo trimestre y un aumento de las compras de extranjeros similar al del trimestre precedente (véase el Gráfico 3.9).

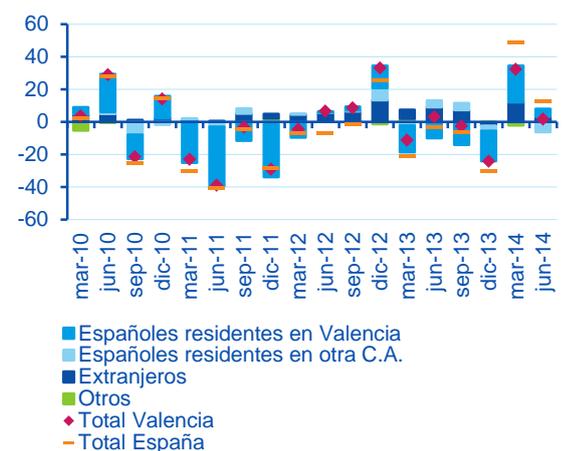
18: El Ministerio de Fomento considera una vivienda nueva aquella de menos de dos años en la que se efectúa la primera transacción. Por su parte, una vivienda es considerada como usada en las segundas y posteriores transmisiones y cuando cuenta con una antigüedad superior a los dos años.

Por provincias, el mercado más dinámico en los tres primeros trimestres de 2014 fue el correspondiente a Valencia, donde las transacciones experimentaron un incremento del 15,7% respecto al mismo periodo el año anterior. En Alicante las ventas crecieron el 8,3% y en Castellón tan sólo el 1,9%. La desagregación por tipología de vivienda muestra un descenso de las ventas de vivienda nueva en Alicante y Valencia, al tiempo que en Castellón aumentaron el 8,5%, aunque el volumen de las mismas fue reducido (615 transacciones). Por su parte, las operaciones sobre vivienda usada aumentaron significativamente en Valencia (20,4%) y, en menor medida, en Alicante (10%) mientras que en Castellón permanecieron prácticamente estancadas (0,7%).

La contracción de la demanda durante el tercer trimestre del pasado año se dejó notar en el precio de la vivienda, y la caída del precio se intensificó ligeramente. Mientras en el primer semestre el precio se contrajo a una tasa trimestral promedio del 0,2% (CVEC), en el tercer trimestre el descenso se situó en el -1,2% t/t (CVEC). Con todo, durante entre enero y septiembre de 2014, el precio en la Comunitat Valenciana cayó a un promedio trimestral del -0,6% (CVEC), una tasa similar a la media nacional.

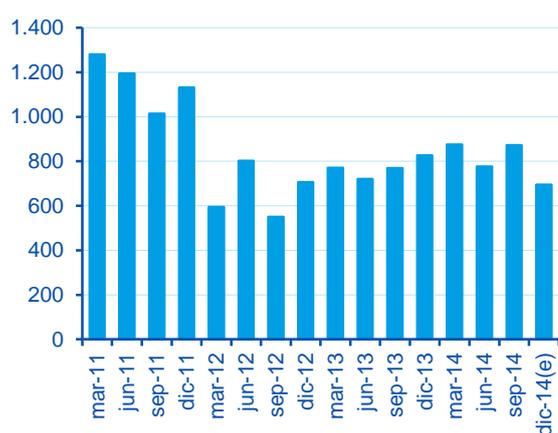
Mientras la demanda que parece haber dejado atrás las mayores contracciones, la actividad constructora ha evolucionado en sentido opuesto, yendo de más a menos a lo largo de 2014: considerando el dato estimado para el mes de diciembre, en el segundo semestre del año la firma de visados de vivienda de obra nueva se redujo un 5,2% respecto al primer semestre, una vez corregida la serie de variaciones estacionales (véase el Gráfico 3.10). Aun así, la actividad constructora en 2014 se ha comportado mejor que en 2013 y el número de visados entre enero y noviembre creció a una tasa interanual del 7,3%, un aumento superior a la media española (5,1%). Por provincias, tan sólo se aprecia un aumento de los visados en Alicante (19% a/a entre enero y noviembre de 2014), que se configura como el motor del sector en la región. Por el contrario, en Valencia y Castellón la iniciación de viviendas se contrajo el 19% y el 16%, respectivamente.

Gráfico 3.9
C. Valenciana: ventas de vivienda (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.10
C. Valenciana: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Pese a la desaceleración puntual del primer trimestre, las exportaciones continúan apoyando la recuperación

Después de cerrar el ejercicio de 2013 con un crecimiento de las exportaciones del 13,1% (España 3,6%), durante el primer trimestre del año las ventas al exterior se desarrollaron en una coyuntura internacional menos favorable, marcada por la caída del comercio a nivel mundial y un euro más apreciado. Sin embargo,

como se apuntaba en la última publicación del Situación Comunitat Valenciana, la desaceleración de las exportaciones en los primeros meses del año tuvo un carácter transitorio, y estuvo ligada, principalmente, a restricciones de oferta temporales en sectores específicos como el de la producción de automóviles. Efectivamente, una vez ampliada la capacidad productiva del sector industrial, **las ventas al exterior recuperaron el ritmo de crecimiento iniciado hace un año** y los datos señalan un crecimiento de las exportaciones del 5,3% anual, superior al 1,8% de la media nacional para el conjunto de 2014. En términos reales, la diferencia se reduce sustancialmente (C. Valenciana +3,8%; España +3,4%) evidenciando un mayor crecimiento del valor añadido de las exportaciones valencianas.

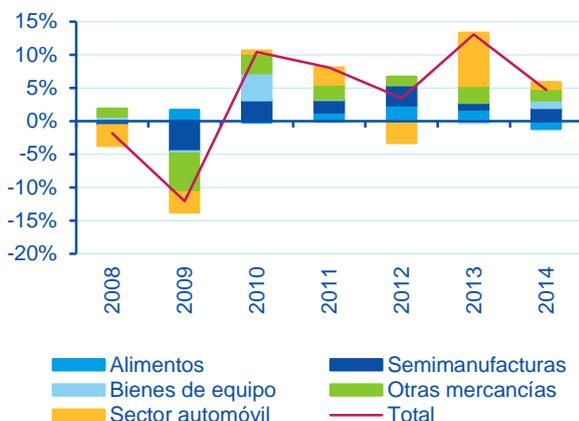
Por sectores, las semimanufacturas, manufacturas de consumo y automóviles continuaron liderando la expansión de las ventas al exterior con contribuciones de 2,2 pp, 1,7 pp y 1,3 pp respectivamente al crecimiento total de las exportaciones regionales (véase el Gráfico 3.14). Precisamente, las ventas del sector automovilístico explicaron la irrupción de Estados Unidos como uno de los principales socios comerciales de la Comunitat Valenciana, al duplicar el valor de sus exportaciones durante 2014. Paralelamente, destacó el crecimiento de las ventas al Reino Unido (24%) apoyadas en una libra más apreciada y el incremento de la demanda de alimentos y productos energéticos desde Asia. Hacia delante, los *shocks* positivos de oferta observados en la industria valenciana, evidenciados por unos registros de los índices de producción industrial en la región superiores a la media española (+3,7% a/a; España +1,5%), adelantan una continuidad de las contribuciones positivas del sector a las exportaciones de bienes.

Por su parte, **las importaciones crecieron un 2% durante 2014**, impulsadas por el crecimiento de las compras de bienes de consumo duradero (15,8%) y manufacturas de consumo (12,0%), **fruto del cambio de tendencia de la demanda interna valenciana**. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes de equipo se incrementaron un 5,1% en el conjunto del año, como consecuencia de los requerimientos de inversión en maquinaria y equipo. Con todo, el sector del automóvil también lidera el aumento de las compras al exterior (20,4%), debido, en parte, al alto contenido reexportador de la industria automovilística. En sentido contrario, las compras de productos energéticos se redujeron un 16,2% respecto a 2013, lo que implicó un menor crecimiento de las importaciones en el agregado del año que España (4,8%).

En conjunto, **el saldo por balanza comercial alcanzó un superávit de 3.595 millones de euros**, que podría permitir cerrar el año con un saldo favorable del 3,7% del PIB regional, 820 millones más que en 2013. Hacia delante, la depreciación del euro en el horizonte de previsión apoyará el proceso de sustitución de importaciones, a la vez que la caída del precio del petróleo disminuirá los costes de transporte de las exportaciones. En este contexto se espera que el sector exterior valenciano siga contribuyendo positivamente al crecimiento económico regional.

Gráfico 3.11

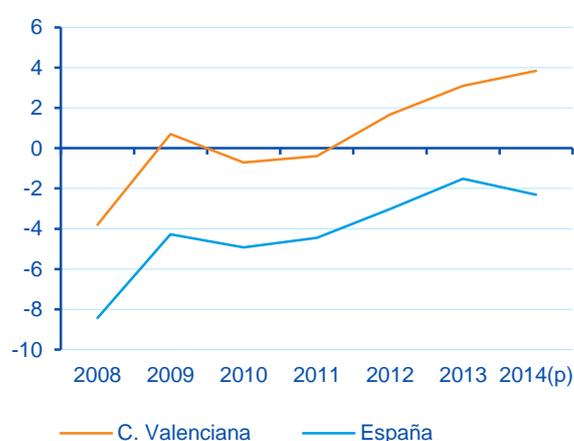
C. Valenciana: contribuciones al crecimiento de las exportaciones nominales de bienes (a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.12

C. Valenciana y España: saldo por balanza comercial (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

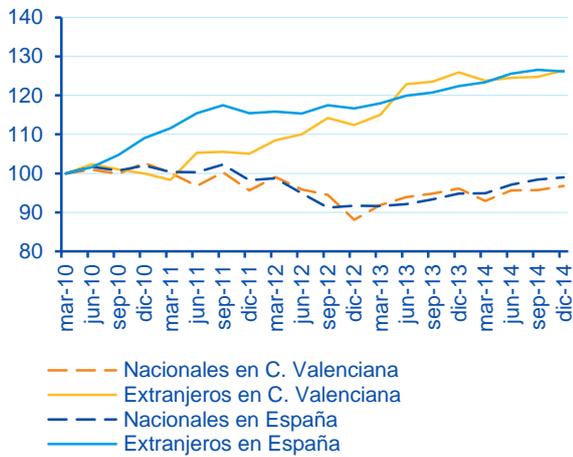
El turismo crece a un ritmo saludable, aunque inferior al resto de CC. AA.

En lo referente al turismo, tras un excelente 2013 impulsado por la recuperación de la economía en los principales mercados de origen europeos y la incertidumbre geopolítica en la que aún se encuentran algunos mercados competidores, **los datos de 2014 revelaron una desaceleración en la entrada de turistas**, tanto extranjeros como nacionales (véase el Gráfico 3.15).

Por el lado de los no residentes, los 6,2 millones de turistas entrados en frontera establecieron un nuevo récord de visitas para la región. Lo anterior supuso un crecimiento del 4,4% respecto al año anterior, pero significa una tasa casi 3 pp inferior a la del agregado nacional (7,2%) y 7 pp por debajo de la registrada en 2013. Pese al contexto de apreciación de la libra frente al euro desde principios de 2014, la desaceleración se debe a una **disminución de las entradas de viajeros británicos**, principal mercado emisor extranjero. Este hecho, sumado a una disminución del número de pasajeros de cruceros (-16%, a/a), caída del gasto medio diario (-2,1%) y estancamiento del número de pernoctaciones hoteleras resultó en un **crecimiento del gasto turístico en la región del 3,4% en 2014, 3 pp por debajo de la media española**.

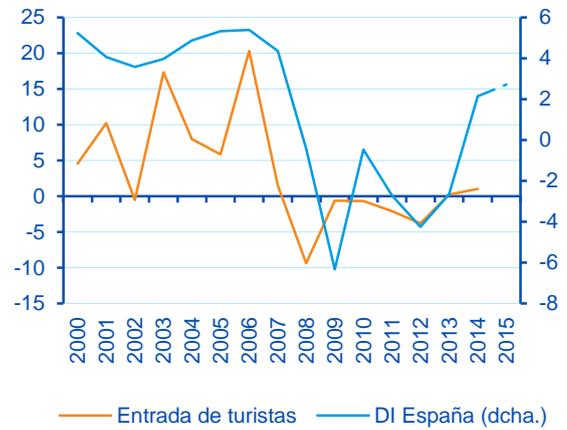
Por su parte, en el mercado nacional, **el sector turístico valenciano no está captando con la misma intensidad que el resto de CC. AA. el crecimiento de la demanda interna española** (véase el Gráfico 3.16). Este hecho se ha traducido en un incremento de la entrada de viajeros nacionales en hoteles (1,0%) significativamente inferior al conjunto de España (4,6%).

Gráfico 3.13
C. Valenciana y España: entrada de viajeros en hoteles (mar-10=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.14
C. Valenciana: entrada de viajeros nacionales en hoteles y crecimiento de la demanda interna española (a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El mercado de trabajo se acelera por encima de la media

Como se apuntó en la última edición de esta publicación, **los datos de 2014 dieron continuidad al cambio de tendencia observado en el segundo trimestre de 2013 y se asentaron en un tono más positivo que el agregado nacional.** De este modo, la Comunitat registró el tercer mayor incremento de trabajadores afiliados a la Seguridad Social (SS), solo por detrás de las turísticas regiones de Illes Balears y Canarias. Concretamente, la afiliación a la SS creció a un ritmo promedio del 2,5% respecto a 2013 (España 1,6%), lo que permitió cerrar el año con 55 mil trabajadores más en alta en el sistema que en diciembre de 2013. Lo anterior supone el primer balance anual positivo desde 2007.

Al mismo tiempo, la senda de reducción del paro registrado que comenzó en el segundo trimestre de 2013 se mantiene vigente. En línea con los registros de afiliación, la reducción del número de valencianos inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) disminuyó un 6,9% a lo largo de 2014 (véase el Gráfico 3.18) y mantiene un ritmo superior al observado en el conjunto nacional (-5,6%).

Gráfico 3.15

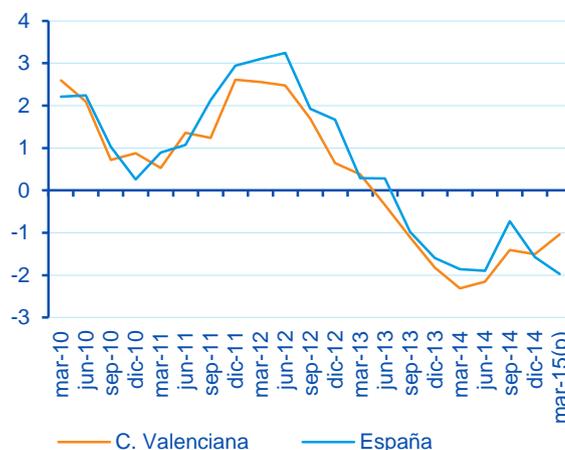
C. Valenciana y España: afiliación media a la Seguridad Social (%; t/t; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.16

C. Valenciana y España: paro registrado (%; t/t; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

En conjunto, **la Encuesta de Población Activa (EPA) confirmó la recuperación del mercado laboral y que éste exhibe una aceleración superior a la media.** La ocupación repuntó en el último trimestre del año, compensando el traspie de los tres meses precedentes y corroborando la señal lanzada por la afiliación a la SS: el dato de 4T14 cerró el primer año de creación neta de empleo desde 2007. De este modo, en el conjunto del año, el número de ocupados creció a unas tasas promedio del 1,7% respecto a 2013. (España 1,2%) que se tradujo en un cierre del año con 62 mil empleos más que en el último trimestre de 2013.

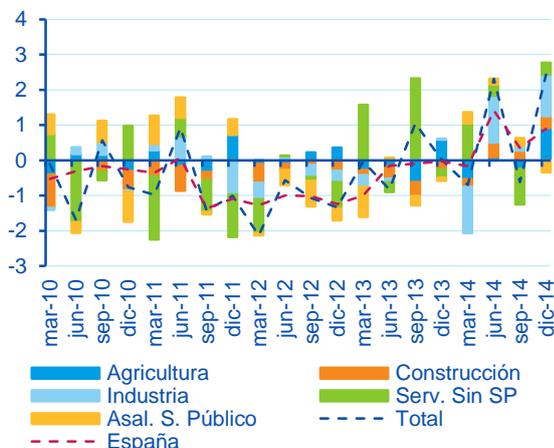
Por sectores, si bien el empleo privado en el sector servicios fue el actor principal del cambio de tendencia del mercado laboral, **en los tres últimos trimestres ha sido el sector industrial el encargado de liderar el crecimiento del empleo en la región.** De este modo, tras un descenso transitorio en 1T14 ligado a inversiones y mejoras en la capacidad productiva de algunas factorías valencianas, la expansión del empleo industrial en los siguientes nueve meses resultó en un crecimiento de 23 mil ocupados respecto a 4T13, poniendo de manifiesto el cambio de modelo de la economía valenciana. Esto tiene especial relevancia al considerar que la industria valenciana exhibe unas ratios de productividad por empleado 16% superiores al agregado de la economía regional y que, además, ésta ha crecido a tasas mayores que las registradas por el conjunto de la industria española en los últimos años¹⁹.

Lo anterior, sumado a un contexto de reducción del número de desempleados y una disminución de la población activa ha permitido **una caída de la tasa de paro de casi 4 puntos durante 2014 hasta el 23,5% de la población activa (23,9% CVEC),** cerrando el diferencial con el conjunto de España tras más de 8 años por encima del agregado nacional (véase el Gráfico 3.20). Con todo, y pese a los claros síntomas de recuperación del mercado laboral, el desempleo en la región se mantiene 15 pp por encima de su nivel en 2007.

19: Para una información más detallada véase sección 3 de Situación Comunitat Valenciana Segundo Semestre de 2014

Gráfico 3.17

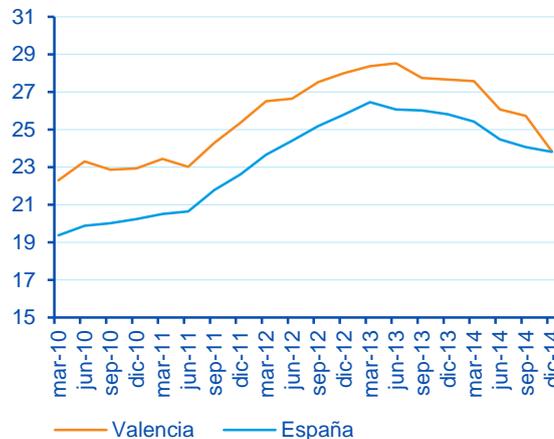
C. Valenciana: evolución y contribuciones al crecimiento del empleo EPA (%; a/a; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.18

C. Valenciana y España: tasa de paro (% de la población activa)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Escenario 2015-2016: cuatro factores que impulsarán el crecimiento valenciano

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, las innovaciones incorporadas al escenario macroeconómico y la inercia mostrada por la demanda interna durante 2014 motivan una revisión al alza de las cifras de crecimiento de la economía valenciana y auguran **un escenario de crecimiento sostenido en el horizonte de previsión. Concretamente se espera un crecimiento en torno al 2,7% en 2015.**

La expansión de la actividad se apoyará en elementos tanto externos como internos. La economía global se acelerará lo que, junto con la depreciación del euro, la caída en el precio del petróleo y las ganancias de competitividad interna, apoyarán un incremento saludable de las exportaciones valencianas. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria favorecerá el aumento de la demanda. A nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y el cambio de tono de la política fiscal contribuirán a la recuperación sostenida de la demanda interna. Adicionalmente cabe destacar un factor de naturaleza contable. La adaptación de la Contabilidad Regional de España a la nueva base del año 2010 por parte del INE implicó una revisión a la baja del crecimiento regional acumulado en el periodo 2009-2013 de casi 2 pp. Si bien esto no supuso cambios sustanciales en el crecimiento del PIB de 2013, si produjo un cambio en el perfil de crecimiento de los años anteriores, motivando un ligero sesgo al alza en las previsiones en todo el horizonte de previsión.

Hacia 2016, el menor impulso de algunos de estos apoyos a la recuperación y la incertidumbre en torno al proceso de consolidación de las cuentas públicas valencianas podrían disminuir marginalmente la velocidad del crecimiento hasta el 2,6%. En todo caso, este ritmo permitirá una creación neta de empleo en torno a cien mil personas en este bienio.

i) La caída de los precios del petróleo aumentará la renta disponible de las familias y reducirá los costes de producción

Desde finales de verano, el precio del petróleo ha mantenido un recorrido a la baja, hasta situarse ligeramente por encima de los 50 dólares por barril de Brent al cierre de este informe (véase el Gráfico 3.19). A pesar de que la incertidumbre acerca de la naturaleza de esta perturbación continúa siendo elevada, la información disponible sugiere que, en su mayoría, se corresponde con factores de oferta. Entre estos cabe destacar la producción de crudo no convencional en EE. UU. (shale-oil), la decisión de la OPEP (avalada, principalmente, por Arabia Saudí) de no recortar las cuotas productoras a pesar de la presión en los precios y, por último, el poco efecto de las tensiones geopolíticas sobre la producción, por ejemplo en Libia. Dada la elevada dependencia energética de las economías española y valenciana, al tratarse principalmente de un *shock* de oferta, es de esperar un impacto neto positivo sobre la actividad, que aumentará la renta disponible de las familias y reducirá los costes de producción de las empresas, favoreciendo al consumo, la inversión y los flujos comerciales. Concretamente, **las estimaciones de BBVA Research apuntan a que la caída de los precios del petróleo podrían impulsar la actividad valenciana un 1% durante 2015** (véase Recuadro 1).

ii) La política monetaria seguirá siendo expansiva

Dada la debilidad de la recuperación de la economía europea y las bajas tasas de inflación, el BCE ha vuelto a actuar con contundencia. En particular, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria decidió en su reunión de enero la ampliación de su programa de compra de activos²⁰, que incorpora valores públicos emitidos por gobiernos, agencias e instituciones europeas. En conjunto, el programa supondrá una inyección de liquidez de al menos 1,1 billones de euros (adquisiciones de 60.000 millones de euros mensuales) desde marzo de este año y, al menos, hasta septiembre del 2016 (o hasta que el BCE considere que la inflación ha recuperado una senda acorde con su objetivo, una tasa cercana pero por debajo del 2%)²¹. Estas medidas, junto con el mantenimiento del tipo de interés de referencia principal en su mínimo histórico (el 0,05%) y el programa de operaciones focalizadas de refinanciación de largo plazo (TLTRO), **suponen una herramienta de política monetaria adecuada para combatir la baja inflación, y mantener en niveles reducidos los tipos de interés a largo plazo** (alrededor del 2,1% en el bienio 2015-2016 para España, 50 pb menos que en 2014)²².

Lo anterior supone una política monetaria divergente respecto a lo esperado al otro lado del atlántico, donde se estima que la Fed comience una etapa de subidas de interés desde mediados de 2015. Esta divergencia prolongará la senda de depreciación del euro, que se situará en torno al 1,11 en el promedio de 2015. De este modo, **las estimaciones de BBVA Research apuntan a que esta depreciación del 20% respecto a su valor en 2014 podría impulsar 0,7 pp la economía valenciana en 2015** al aumentar la competitividad/precio de los bienes y productos exportados y fomentando el proceso de sustitución de importaciones (véase Recuadro 1).

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

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

21: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 22 de enero de 2015. Disponible en https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_BCE_01151.pdf

22: En el recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al 4T14, se estima que acciones como el TLTRO podrían añadir al crecimiento del PIB español entre 0,2 y 0,8 pp, aunque sólo en el corto plazo. Véase: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf

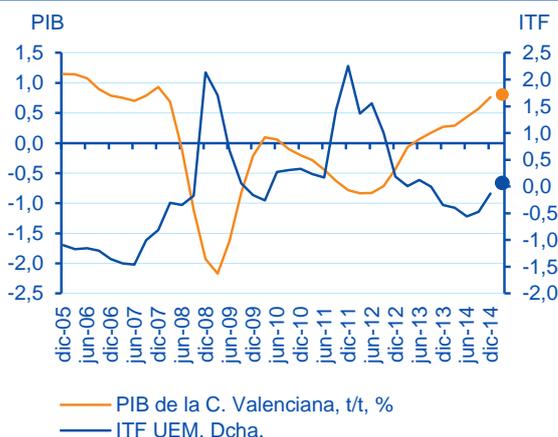
Por último, el proceso de compra de activos permite mantener estable los indicadores de tensiones financieras, los cuales ha mostrado en el pasado una alta correlación con el crecimiento de la actividad regional (véase el gráfico 3.20). No obstante, este mecanismo no contempla una mutualización total del crédito, lo que podría ralentizar el proceso de reducción de la fragmentación bancaria.

Gráfico 3.19
Escenario de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



(p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.20
BBVA- Índice de tensiones financieras y crecimiento del PIB de la C. Valenciana



Fuente: BBVA Research

iii) El crecimiento externo recupera dinamismo

En lo que respecta al sector exterior, el crecimiento de la economía mundial para el bienio 2015-2016 anticipa una demanda sólida de las exportaciones. Este factor, unido a las ganancias provenientes de la reciente diversificación geográfica²³, se verá reforzado por un euro más depreciado en el medio plazo, el abaratamiento de los costes de transporte -como consecuencia de la caída de los precios del petróleo- y la mejora de la demanda interna española, que incidirán positivamente tanto en los flujos comerciales de bienes, como en las exportaciones de servicios turísticos.

iv) La demanda interna se acelerará

Varios factores subyacen a la recuperación de la demanda interna regional, tanto del consumo como de la inversión. Entre ellos destacan la ausencia de presiones inflacionistas, la expectativa de que los tipos de interés se mantengan históricamente bajos, la restauración de la confianza y el ajuste del ahorro, la recuperación de la renta disponible real de las familias -asociada a la creación de empleo, la caída del precio del petróleo y la reducción del IRPF-, la mejora en las condiciones de financiación de empresas y familias y la política fiscal más laxa.

Respecto a la **política fiscal**, hay varios puntos que condicionan las previsiones. En primer lugar, la implementación de **políticas expansivas como la disminución del IRPF, seguirán impulsando el consumo interno.** Con todo, la Generalitat espera que la mejora cíclica de la economía permita un incremento de los ingresos no financieros del 4,4% en 2015.

En segundo lugar, pese a un nivel de deuda superior al 35% del PIB regional (véase el Gráfico 3.21), la disminución de los costes de financiación -donde destaca la disminución del tipo de interés hasta el 0% del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) y del Plan de Pago a Proveedores que podría suponer un ahorro para

23: Un análisis de la diversificación productiva y geográfica de las exportaciones valencianas se encuentra en el Recuadro 1 de la revista Situación Comunitat Valenciana correspondiente al primer semestre de 2014, disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1403_Situacion_Comunitat_Valenciana_tcm346-435330.pdf

las arcas públicas alrededor de 750 millones de euros- podría acabar siendo utilizada para incrementar gasto. En este sentido, la Generalitat presupuesta un crecimiento del 0,7% de los gastos no financieros.

Este comportamiento aumentaría la incertidumbre acerca de la sostenibilidad de las cuentas públicas. En particular, lo anterior sumado a la previsible desviación sobre el objetivo de déficit fiscal en 2014 hace que, en ausencia de medidas adicionales a las conocidas hasta la fecha, sea improbable la consecución de los objetivos de estabilidad presupuestaria en 2015. Más aún, al tener en cuenta que la recepción de ciertos fondos por parte del Estado que la Generalitat prevé obtener no están previstos en los Presupuestos Generales del Estado²⁴. Hacia delante, por tanto, es necesario un plan creíble y detallado que permita reducir la incertidumbre y minimice los efectos sobre el crecimiento.

Por su parte, la recuperación iniciada por el mercado inmobiliario en los primeros compases de 2014 se vio, parcialmente, interrumpida en la segunda parte del año. Sin embargo, todo hace pensar que estamos ante un comportamiento transitorio que, en principio, podría responder en gran medida a la elevada volatilidad que suele llevar asociada el inicio de una recuperación. Así, teniendo en cuenta el escenario de crecimiento para la región, similar a la media nacional, la demanda de vivienda debería verse reforzada ante una nueva recuperación de sus fundamentales a lo largo de 2015. Además, la región sigue contando con el impacto positivo de la demanda externa, a pesar de la crisis rusa. Así, **se espera que la demanda de vivienda crezca en 2015**. Por su parte, la actividad constructora seguirá estando condicionada por el elevado número de viviendas nuevas sin vender, aunque dada la recuperación de la demanda y el reducido número de viviendas iniciadas, se espera un nuevo aumento de los visados de viviendas este año.

En términos de licitación, pese al deterioro del presupuesto en 2014, **el compromiso para el desarrollo del Corredor Ferroviario del Mediterráneo -una de las obras públicas más relevantes proyectadas en la actualidad- deberá impulsar la actividad en próximos trimestres**. Además, tal y como se recogió en el número anterior de esta publicación, el Gobierno Central y el Regional firmaron un protocolo para el desarrollo de las terminales logísticas intermodales en la Comunitat Valenciana vinculadas a los principales puertos de la región, lo que supondría un impulso de la obra pública.

En definitiva, **se espera que la contracción de la actividad residencial de la segunda parte de 2014 tenga carácter transitorio y la recuperación continúe avanzando en los próximos meses**. Por su parte, los Presupuestos Generales del Estado señalan una inversión prevista en 2015 que ronda el 1,5% del PIB valenciano en la región. Además, la Comunitat cuenta con obras en curso y compromisos relevantes que sostendrían la obra pública a lo largo del año.

En suma, todos estos factores traerán un crecimiento del PIB del 2,7% y el 2,6% en 2015 y 2016 respectivamente, propiciando la creación de más de 100 mil empleos

El dinamismo esperado de la economía y la mayor eficiencia del mercado laboral contribuirán a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo²⁵. Más aun, la reorientación productiva de la economía valenciana, ligada a un papel más relevante de la industria, podría impulsar la contratación en la región si finalmente se alcanzan los niveles de producción esperados para 2015. Como se comentaba anteriormente, este efecto podría tener especial relevancia en la actividad económica si se mantiene el crecimiento de las ratios de productividad mostradas por el sector en los últimos ejercicios y supondría un soporte adicional al crecimiento del empleo.

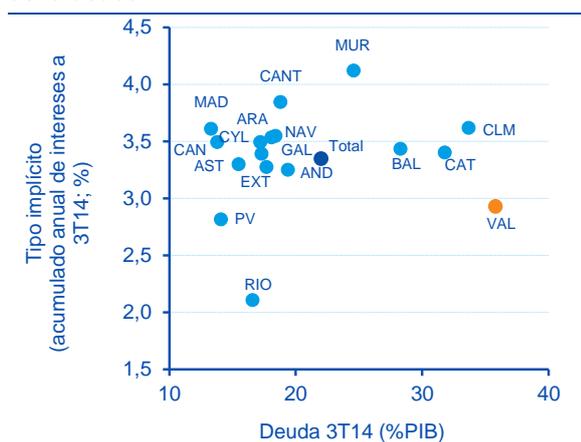
24: Para una información más detallada véase el Informe sobre las líneas fundamentales de Presupuestos para 2015 de la Comunitat Valenciana de la AIREF disponible en http://www.airef.es/system/assets/archives/000/000/193/original/017_Informe_Complementario_C_Valenciana.pdf?1418739703

25: Una propuesta de reforma del mercado de trabajo español que contribuiría a acelerar la creación de empleo y a reducir la dualidad se puede consultar en el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2015 disponible en https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/02/Situacion-Espana_1T15-web_vf.pdf

En conjunto, se espera un crecimiento del número de ocupados del 3,3% y del 2,5% en 2015 y 2016 respectivamente, que se traducirá en la creación de 105 mil puestos de trabajo en la región hasta casi los 1,95 millones de ocupados. Con todo, esto aún supone 300 mil empleos menos que el nivel alcanzado en 2007 (véase el gráfico 3.22).

Gráfico 3.21

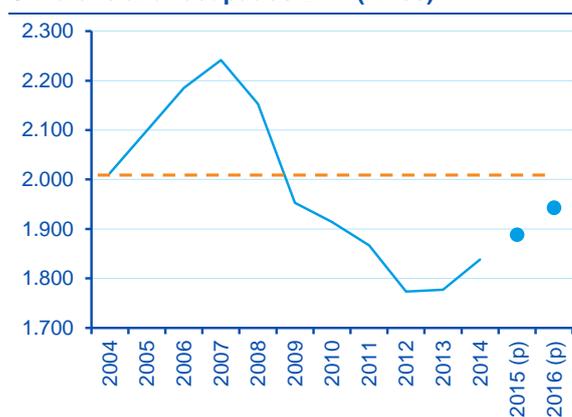
CC. AA.: deuda pública y tipo implícito del coste de la deuda



Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

Gráfico 3.22

C. Valenciana: ocupados EPA (miles)



(p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de EPA

El escenario no está exento de riesgos

A nivel externo, las incertidumbres geopolíticas relacionadas con la crisis en Rusia, la brusca caída del precio del petróleo y la divergencia de políticas monetarias entre el BCE y la FED, con el posible impacto que ello tenga en mercados emergentes, podrían generar tensiones financieras que afecten negativamente a la evolución del PIB regional.

Europa afronta un complicado calendario electoral, que se ha abierto ya en Grecia, cuya renegociación de las condiciones de rescate podría generar también tensiones e incertidumbre política, y del que no está exenta España. Y por último la economía nacional enfrenta el reto de conseguir un crecimiento sostenido, de modo que la mejora del empleo llegue al conjunto de la sociedad y sea compatible con no generar desequilibrios externos, consiguiendo saldos positivos de la balanza por cuenta corriente.

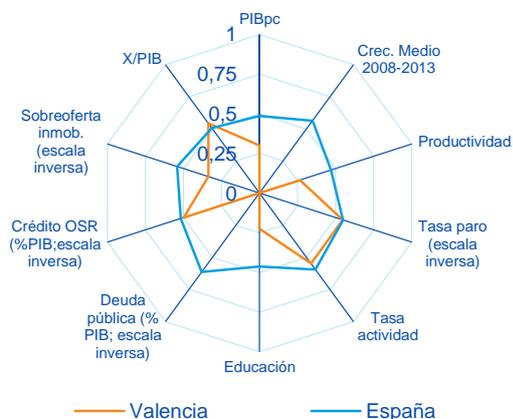
En la Comunitat Valenciana, la mayor incertidumbre se cierne sobre el proceso de consolidación fiscal. Aun a la espera de los cambios que pueda suponer la reforma del sistema de financiación autonómica, la Generalitat debería trabajar en un plan detallado y creíble que disminuya los niveles de endeudamiento público.

Adicionalmente, pese a la mejora reciente del mercado laboral, y a los avances en la transformación de la economía valenciana, la productividad se sitúa todavía por debajo de la media española²⁶, lo que supone un lastre para el proceso de convergencia con las principales regiones de España y Europa. En este sentido, la Comunitat aún enfrenta varios retos. Entre ellos destacan la senda desfavorable de la población activa²⁷, la mejora del capital humano, la reducción del desempleo de larga duración y la mejora de los incentivos a la contratación a tiempo completo.

26: En el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2015, se analiza la evolución y los determinantes de la productividad de las empresas españolas del sector manufacturero durante las últimas tres décadas.

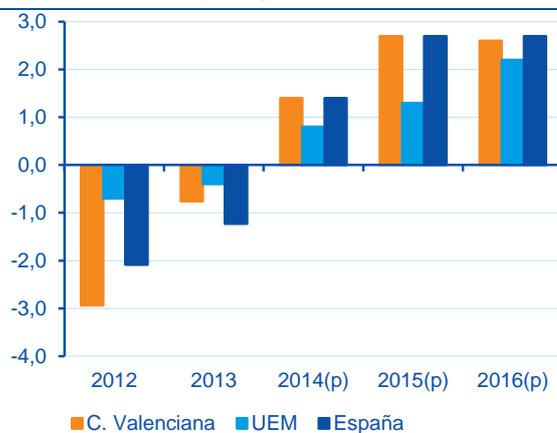
27: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2015 muestra que el envejecimiento esperado de la población española dificultará la recuperación de la tasa de actividad aunque la propensión individual a participar en el mercado laboral o el ciclo económico mejoren.

Gráfico 3.23
C. Valenciana: radar de fortalezas estructurales



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.24
C. Valenciana, España y UEM: crecimiento del PIB



(p): previsión
Fuente: BBVA Research

Cuadro 3.2
Crecimiento del PIB por CC. AA.

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

(p): previsión
Fecha: febrero de 2015
Fuente: INE y BBVA Research

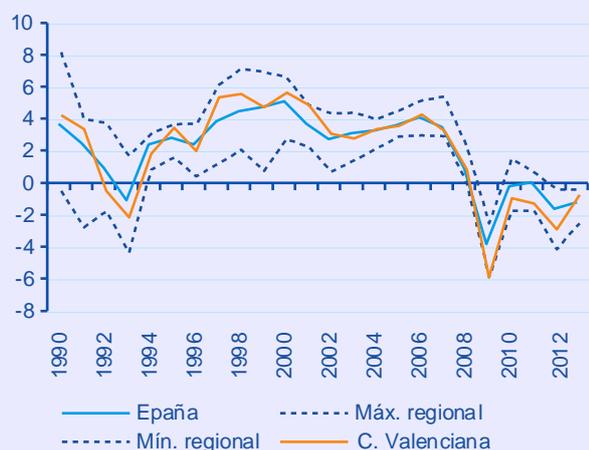
Recuadro 1. Sensibilidad de la economía valenciana al ciclo europeo, al tipo de cambio y al precio del petróleo. Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR²⁸

Introducción

En las tres décadas previas al año 2007, la economía valenciana 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 la Comunitat, así como por factores idiosincráticos propios de la región** (véase el Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1

C. Valenciana 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 global, europeo y nacional, como los originados

dentro de las propias comunidades autónomas, haciendo uso del componente espacial/comercial entre regiones.

Lo anterior resulta especialmente importante atendiendo al contexto económico actual, donde varios factores externos están afectando al escenario económico regional. Por un lado la economía europea está mostrando un menor dinamismo que el previsto en la última edición del Situación Comunitat Valenciana. Por otro, la depreciación del tipo de cambio y la caída del precio del petróleo observada desde finales de verano suponen un viento de cola que potencia la recuperación.

Los resultados presentados en este recuadro señalan que, en el corto plazo, i) **una disminución de 1,0 pp en el PIB europeo se traduce en una caída de 1,1 pp en el PIB valenciano** como consecuencia de las estrechas relaciones con los países de la UEM. En sentido opuesto, ii) **una depreciación del 20% del tipo de cambio euro/dólar podría contribuir en 0,7 pp al crecimiento del PIB regional** aumentando la competitividad-precio de los bienes y servicios exportados y fomentando el proceso de sustitución de importaciones. Asimismo, iii) **una caída del 40% del precio del petróleo podría impulsar el PIB valenciano en torno a un punto porcentual en 2015** fruto de la disminución de los costes de energía y transporte. Estas elasticidades se muestran en línea con las estimadas para el agregado nacional, donde estos eventos tendrían un impacto de -0,9 pp, +0,75 pp y 1,0 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, la Comunitat Valenciana presenta una estructura económica y comercial similar a la media, lo que podría explicar unos resultados parejos a los esperados para el agregado nacional.

28: Para un análisis más detallado, véase Situación España Cuarto Trimestre 2014, disponible en: https://www.bbva-research.com/?capitulo=recuadro-1-que-cc-aa-son-mas-sensibles-al-ciclo-europeo&post_parent=50878

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 la Comunitat Valenciana 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 trimestral²⁹ 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 bilaterales³⁰. 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 española³¹.

En la literatura económica puede encontrarse abundante información relacionada con el análisis de las transmisiones de los ciclos económicos

globales y nacionales³², 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 las distintas 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 bienes³³ 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.

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

29: 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/>

30: 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 "sobreparametrización" que a priori presentan estos modelos, al mismo tiempo que permite un marco flexible para el uso en multitud de aplicaciones.

31: 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).

32: 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 Menzies D Chinn (2013): Global spillovers and domestic monetary policy, BIS Working Papers, No 436.

33: 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.

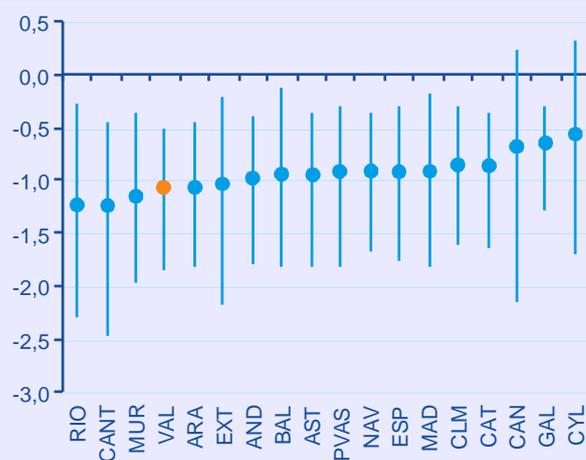
perspectiva de las funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF)³⁴ propuestas por Koop et al. (1996) y desarrolladas posteriormente por Pesaran y Shin (1998) para modelos VAR. Por su parte, los pronósticos pueden (o no) ser condicionados a distintos escenarios de la economía española y/o europea permitiendo la posibilidad de obtener escenarios de riesgo a nivel de comunidades autónomas siguiendo la metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984)³⁵.

Resultados

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

En primer lugar, el gráfico R.1.2 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 valenciano respecto a una revisión en el escenario europeo se presenta en torno a 1,1 pp** con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,5 y el 1,9. Este resultado es ligeramente superior al esperado para para el agregado nacional, donde la estimación muestra un impacto en torno a 0,9 pp y un intervalo de confianza acotado entre el 0,3 y el 1,7.

Gráfico R.1.2
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 exportaciones³⁶ explica parte de las diferencias entre comunidades. En el caso de la Comunitat, la dependencia comercial de la UEM en las transacciones de bienes es similar a la media española. No obstante, un mayor peso de las exportaciones de servicios y, especialmente de turismo, explicaría un impacto medio superior al esperado para el conjunto de España (véase el Gráfico R.1.3)

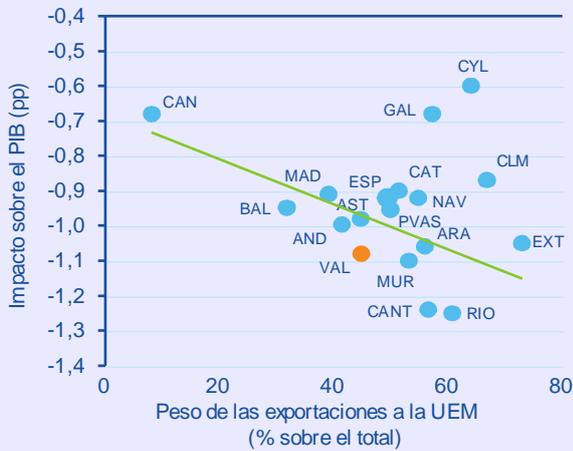
34: La metodología de funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF) propuesta por Koop et al. (1996) son una alternativa a las funciones de impulso respuestas ortogonalizadas (OIRF) de Sims (1980). Mientras que las OIRF requieren que las impulso respuestas sean computadas respecto a una serie de 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

35: 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.

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

Gráfico R.1.3

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

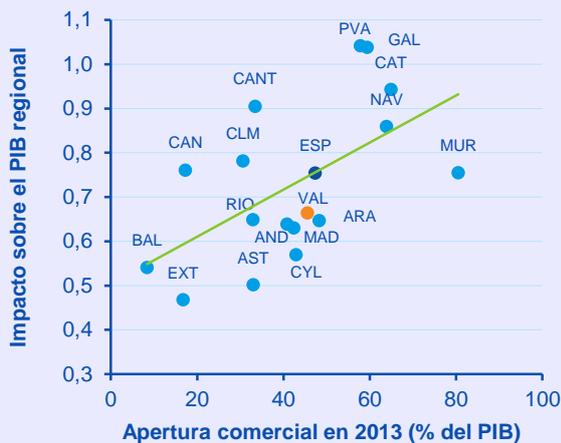


Fuente: Research a partir de Datacomex
*Se excluyen de la regresión Galicia y Castilla y León

En segundo lugar, el Gráfico R.1.4 muestra el impacto en la actividad económica de una depreciación del 20% del valor del euro frente al dólar. Este escenario podría impulsar el PIB valenciano en torno a 0,7 pp durante 2015, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,2 y el 1,1.

Gráfico R.1.4

Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€

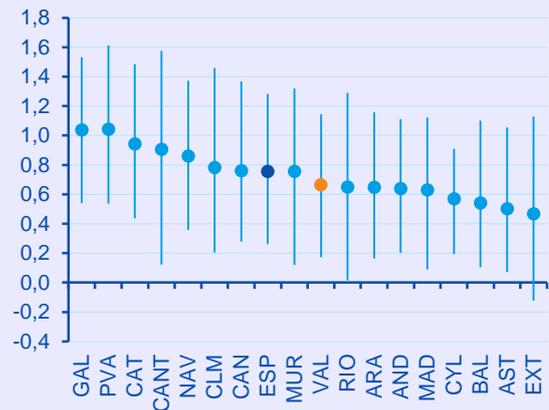


Fuente: Research

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 comercial³⁷ de las diferentes regiones (véase el Gráfico R.1.5). En el caso de la Comunitat Valenciana, una apertura comercial similar a la observada en el conjunto de España explicaría un impacto medio en línea al esperado para el agregado nacional (0,75 pp).

Gráfico R.1.5

Apertura comercial y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 20% del tipo de cambio €/€



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Finalmente, se estima el efecto sobre la actividad económica de una caída del 40% precio del petróleo hasta cerca de los 50 dólares por barril Brent. El impacto medio podría estar en torno a 1 pp en 2015, similar al esperado para el conjunto de la economía española.

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

Gráfico R.1.6

Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una caída del 40% en el precio del petróleo

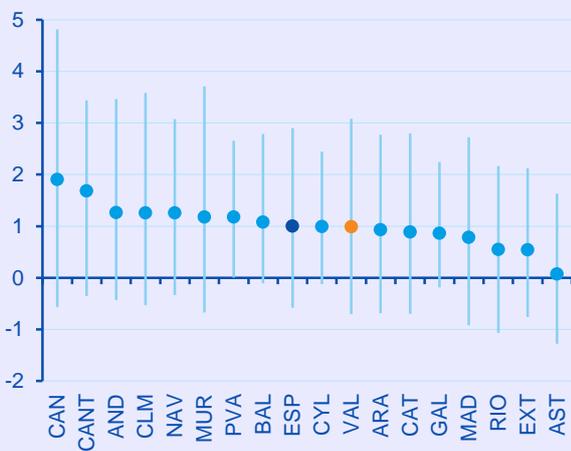


Fuente: BBVA Research

Este abaratamiento del precio del petróleo tenderá a favorecer aquellos sectores donde los costes de producción o de transporte sean relativamente elevados como es el caso de las exportaciones, particularmente en la industria, o en el turismo. Por lo tanto, una mayor especialización en estos sectores supone un sesgo positivo sobre las previsiones de cada región. Asimismo, también se verán beneficiadas las comunidades autónomas donde las familias gastan un mayor porcentaje de sus ingresos en transporte (véase el Gráfico R.1.7).

Gráfico R.1.7

Relevancia del gasto en transporte y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una caída del 40% en el precio del petróleo



Fuente: BBVA Research

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 concerniente a los 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.

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 ligeramente superior a la unidad al PIB de la Comunitat Valenciana.** En sentido opuesto, ii) **una depreciación del euro tiene un efecto significativo y positivo en la actividad económica valenciana.** Concretamente, una caída de 10 pp de su valor frente al dólar tendría un impacto cercano a 0,4 pp en el PIB regional. Por su parte, iii) la caída del precio del petróleo observada desde finales del verano pasado puede impulsar el PIB regional hasta 1 pp. Ante estos eventos, iv) **la Comunitat, muestra unas elasticidades similares al conjunto de España.** Con todo, se observa que v) **el grado de dependencia de la UE en su exposición al sector exterior y su especialización sectorial 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.bbvaresearch.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

Recuadro 2. Encuesta BBVA de Análisis Económico en la Comunitat Valenciana³⁸: resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2014³⁹

Como se apuntaba en la sección 3 de esta publicación, y de manera consistente con el modelo MICA-BBVA Comunitat Valenciana (véase el Gráfico 3.1) **la Encuesta realizada por BBVA a los empleados de su red en la Comunitat Valenciana refleja que la actividad volvió a mejorar en el cuarto trimestre de 2014**, y las perspectivas apuntan a que continuará haciéndolo en el próximo trimestre (véase el Gráfico R.2.1).

En línea con los indicadores parciales de coyuntura, los resultados de la Encuesta de Análisis Económico (EAE) se asientan en una posición de crecimiento de la actividad y perspectivas positivas. Según un tercio de los empleados, la economía valenciana creció en el último trimestre del año, mientras que un 60% percibió cierta estabilización de la misma.

Por su parte, las perspectivas también dibujan un escenario optimista de cara al último trimestre del año. Así, solo un 3% de los encuestados perciben riesgos de contracción económica en el primer trimestre de 2015. Por el contrario el 46% de los encuestados pronostica una continuidad del crecimiento en la región.

Desde una perspectiva sectorial, las exportaciones y el turismo permanecen como las parcelas con mejores calificaciones de la encuesta, si bien han perdido cierta tracción respecto a pasadas oleadas tras más de un año liderando las encuestas. Esto se muestra consistente con un escenario donde la demanda interna comienza a liderar el crecimiento regional. De este modo, los indicadores relativos a las ventas minoristas (véase el Gráfico 3.4) o la inversión en servicios alcanzan saldos netos de respuestas⁴⁰ parejos a los mostrados por el sector exterior. En concreto, un tercio de los empleados encuestados de BBVA en la región percibieron

incrementos en el nivel de estos indicadores revelando su importancia en la consolidación de la recuperación económica.

Paralelamente, y de forma consistente con lo expuesto a lo largo de esta revista, **los indicadores de producción industrial ascienden a ser considerados como uno de los elementos mejor valorados de la encuesta**, tras la paulatina mejora que han mostrado a lo largo del año.

En línea con lo anterior, los empleados de BBVA en la región consideran que son los servicios y la industria los que lideran el crecimiento de ocupados en la Comunitat Valenciana. En sentido contrario, los encuestados perciben que el sector de la construcción sigue drenando empleo.

No obstante, por segundo trimestre consecutivo, los resultados revelan un tímido crecimiento de la inversión en construcción (véase el Gráfico R.2.2), aumentando la probabilidad de observar un cambio de tendencia en el sector

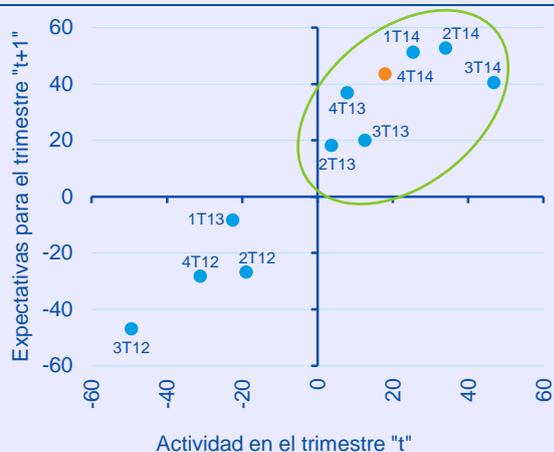
En resumen, los resultados de la Encuesta BBVA sugieren que la actividad económica valenciana habría continuado creciendo durante el último trimestre de 2014. A esta evolución habrían contribuido positivamente todos los sectores, destacando la fortaleza del sector exterior, la expansión de la demanda interna y la estabilización de la construcción. Asimismo, las perspectivas apuntan hacia la consolidación de la fase expansiva del ciclo en 2015, en línea con la señal lanzada por el indicador MICA BBVA–Comunitat Valenciana y reforzando la previsión de BBVA Research de crecimiento del PIB en 2015 (+2,7%).

38: 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.bbva-research.com/public-compuesta/situacion-espana/>

39: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

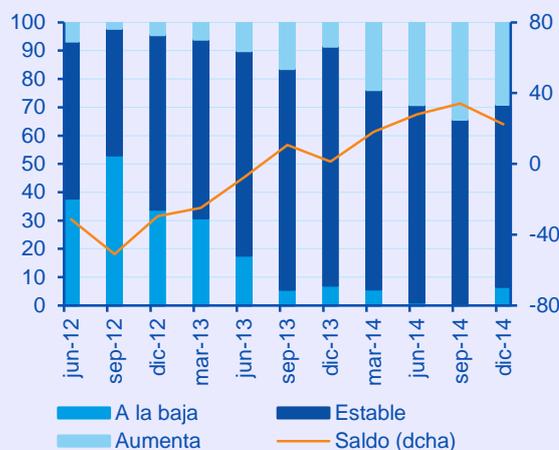
40: El saldo de respuestas extremas se mide como el porcentaje de respuestas que reflejan crecimiento frente a aquellas que reflejan contracción.

Gráfico R.2.1
Actividad en el trimestre y perspectivas en t+1



Fuente: BBVA

Gráfico R.2.2
Producción industrial (%)



Fuente: BBVA

Cuadro R.2.1
Encuesta de Actividad Económica. Resultados generales de la Comunitat Valenciana

(% de respuestas)	4º Trimestre 2014				3er Trimestre 2014				4º Trimestre 2013			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo	Aumenta	Estable	Baja	Saldo	Aumenta	Estable	Baja	Saldo
Actividad Económica	31	57	13	47	53	0	19	69	11	31	57	13
Perspectiva para el próximo trimestre	46	51	3	47	46	7	41	56	4	46	51	3
Producción industrial	29	64	7	34	65	0	8	85	7	29	64	7
Cartera de pedidos	34	53	13	37	60	4	18	72	10	34	53	13
Nivel de stocks	12	78	10	17	82	1	6	85	9	12	78	10
Inversión en el sector primario	9	85	7	12	80	8	12	80	9	9	85	7
Inversión industrial	12	81	7	20	77	3	5	84	11	12	81	7
Inversión en servicios	33	59	8	42	57	1	28	62	10	33	59	8
Nueva construcción	18	70	12	16	70	14	5	63	33	18	70	12
Empleo industrial	22	67	10	24	75	1	9	77	13	22	67	10
Empleo en servicios	33	61	7	45	50	5	29	55	16	33	61	7
Empleo en construcción	9	74	17	10	75	15	2	64	34	9	74	17
Precios	2	75	24	8	74	19	10	69	21	2	75	24
Ventas	36	58	6	31	62	6	24	61	14	36	58	6
Turismo	35	59	6	55	45	0	43	54	3	35	59	6
Exportaciones	30	57	13	47	50	3	38	55	7	30	57	13

Fuente: BBVA

4 ¿Qué nos dicen las nuevas Cuentas Territorializadas? El caso de la Comunitat Valenciana

Ángel de la Fuente - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC)⁴¹

1. Introducción

Uno de los grandes temas recurrentes en el debate político español ha sido el de la equidad del reparto territorial del gasto público y de los impuestos que lo financian. La controversia sobre el tema ha sido especialmente intensa y agria en el caso de Cataluña, donde la percepción cada vez más extendida entre la población de que la comunidad ha experimentado durante décadas un claro maltrato fiscal por parte de la Administración Central ha jugado un papel importante en el avance del independentismo. Con menor intensidad y dramatismo, el tema está también muy presente en el debate público en prácticamente todas las demás comunidades autónomas españolas. En cada una de ellas se tiende a poner el foco sobre aquellos aspectos de las relaciones fiscales con el Estado que se perciben como injustos o discriminatorios desde una óptica local, muchas veces sin una base firme y documentada.

El nuevo Sistema de Cuentas Públicas Territorializadas (SCPT), adoptado recientemente por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, pretende ofrecer a la opinión pública española los datos necesarios para abordar este debate de una manera informada. La nueva herramienta estadística ofrece una radiografía detallada de las cuentas públicas de nuestro país que permitirá evaluar la racionalidad y la equidad del reparto territorial de los distintos componentes de los gastos e ingresos públicos, de acuerdo en cada caso con la lógica que los motiva.

En de la Fuente (2014) se resume la metodología del SCPT, se presentan sus principales resultados referidos a los ejercicios 2005 y 2011 y se exploran algunas de las implicaciones de los mismos, centrándose en cuestiones agregadas⁴². Tras una breve introducción metodológica, la presente nota se centra en la situación de la Comunitat Valenciana en términos de su participación en las distintas partidas presupuestarias.

2. La metodología del SCPT

El Cuadro 1 resume a grandes líneas la estructura del SCPT. El sistema recoge los ingresos y los gastos de una hipotética Administración Central aumentada a la que corresponderían en principio todos los recursos tributarios del país y que canalizaría después una parte de los mismos hacia las administraciones territoriales, bien mediante transferencias o bien a través de la cesión de determinados tributos. Así pues, los tributos municipales y los tributos cedidos a las comunidades autónomas aparecen tanto en el apartado de ingreso como en el de gasto, incluyéndose en este último caso dentro de las partidas de financiación autonómica y local. De esta forma, se recoge la práctica totalidad de los ingresos del sector público y se consigue que las Administraciones Territoriales se incluyan en el análisis no en términos de su gasto sino de los recursos agregados con los que cuentan para prestar los servicios de su competencia. Esto se hace así porque la financiación total de las comunidades autónomas y entidades locales es la única variable de interés desde la perspectiva del SCPT puesto que es lo que determina la capacidad global de prestación de servicios de unas administraciones que, en el ejercicio de su autonomía, pueden elegir patrones de gasto muy diferentes sin que ello plantee ningún problema desde la perspectiva de la equidad territorial.

41: El autor agradece los comentarios y sugerencias de Pep Ruiz.

42: Este trabajo está disponible en <http://www.fedea.net/documentos-hacienda-autonomica/>. Para una discusión más detallada de la metodología del SCPT y de sus resultados, véase también de la Fuente, Barberán y Uriel (2014).

Cuadro 4.1

Estructura General del SCPT**I. INGRESOS****I1. Ingresos impositivos homogéneos del Estado y las CCAA**

I1.1. Impuestos directos homogeneizados

I1.2. Impuestos indirectos homogeneizados

I2. Sobreesfuerzo fiscal regional y rebaja fiscal en Canarias y Ceuta y Melilla**I3. Impuestos municipales****I4. Cotizaciones sociales****I5. Otros ingresos de la Administración Central**

I5.1. Tasas, precios públicos y otros ingresos por venta de bienes o servicios

I5.2. Otros ingresos financieros o patrimoniales

*Ingresos totales a igual esfuerzo fiscal = I1 + I3 + I4 + I5**Ingresos totales = I1 + I3 + I4 + I5 + I2***G. GASTO****G1. Administración general y bienes y servicios públicos nacionales****G2. Gasto (propriadamente) territorializable***G2.1 Financiación autonómica*

Ingresos regionales homogéneos

- Recursos para competencias singulares de las CCAA de régimen común*

+/- Otros ajustes por competencias atípicas en com. forales y Ceuta y Melilla*

= *Financiación a competencias homogéneas e igual esfuerzo fiscal*

+ Sobreesfuerzo fiscal regional

= *Financiación total a competencias homogéneas***G2.2. Financiación local****G2.3. Infraestructuras productivas y medioambientales****G2.4. Ayudas Regionales****G2.5. Otro gasto territorializable: sanidad, educación, seguridad, cultura,****G3. Protección y promoción social****G4. Regulación y promoción económica****G5. Intereses de la deuda pública**

Gasto total = G1 + G2 + G3 + G4 + G5

Gasto total a igual esfuerzo fiscal = Gasto total – sobreesfuerzo fiscal regional

Nota: (*) Los importes que se añaden a la partida de financiación regional o se substraen de la misma como correcciones por competencias no homogéneas se trasladan a o provienen de otras partidas de gasto.

Fuente: Á. de la Fuente

Por el lado del ingreso se parte de los ingresos impositivos homogeneizados del Estado y las comunidades autónomas, esto es, de una estimación de la recaudación que estas administraciones habrían obtenido aplicando una escala de gravamen común en toda España. A esta partida se añade, en su caso, el “sobreesfuerzo fiscal” regional, en el que se incluyen los impuestos propios establecidos por las comunidades autónomas así como la recaudación diferencial resultante del uso que cada una de ellas ha hecho de su capacidad normativa en materia fiscal para subir o bajar los tipos de los tributos cedidos. También se incluyen en la partida de sobreesfuerzo (con signo negativo) las rebajas tributarias de las que disfrutaban Canarias y Ceuta y Melilla en aplicación de sus peculiares regímenes fiscales. A continuación se añaden los impuestos municipales, las cotizaciones sociales y los otros ingresos de la Administración Central (Estado, OOAA y Seguridad Social) para completar el agregado de ingresos públicos totales que se recoge en el SCPT.

Con el fin de facilitar la valoración de los distintos componentes del gasto público de acuerdo con la lógica que motiva a cada uno de ellos, el SCPT distingue entre cinco grandes partidas de gasto que persiguen

objetivos diferentes y guardan relaciones muy distintas con el territorio. La primera de estas partidas (G1 en el Cuadro 4.1) recoge los bienes y servicios públicos de ámbito nacional e interés general, esto es, cosas como la defensa, las relaciones exteriores o los gastos de funcionamiento de las altas instituciones del Estado que benefician de la misma forma a todos los españoles con independencia de dónde vivan estos y de dónde se localicen físicamente las unidades productoras de tales servicios. La tercera partida (G3) recoge el gasto en prestaciones y servicios sociales (tales como las pensiones o las prestaciones por desempleo). Se trata de prestaciones de carácter personal, con beneficios perfectamente divisibles entre individuos, que se pagan o reciben con criterios en principio uniformes en todo el territorio nacional que tienen que ver con la situación económica y personal de cada ciudadano. El cuarto grupo de programas (G4) agrupa el gasto en regulación y promoción económica, incluyendo ayudas a empresas y sectores que se asignan con criterios económicos y sectoriales y el quinto (G5) recoge los intereses de la deuda pública estatal.

La segunda partida del apartado de gasto (G2) contiene lo que se denomina en el SCPT el gasto (propriadamente) territorializable. Éste podría definirse a grosso modo como aquél que financia servicios o prestaciones a los que los ciudadanos tienen acceso en función de su lugar de residencia. Aquí se incluye la financiación de las administraciones locales y autonómicas, diversos programas nacionales y europeos de ayudas regionales, la inversión de la Administración Central en infraestructuras productivas y transporte y su gasto (en muchos casos residual) en educación, sanidad y otros bienes y servicios públicos de consumo colectivo y ámbito local o regional, tales como la seguridad ciudadana o los equipamientos culturales. En términos generales se trata de financiación para servicios que han de producirse localmente y que en muchas ocasiones son consumidos de forma colectiva por el conjunto de los habitantes de un determinado territorio. Estas características hacen que, a diferencia de lo que sucede en los otros grandes grupos de programas, el gasto medio por habitante (posiblemente ajustado por factores de coste) que se observa en las distintas comunidades autónomas dentro de aquellas subcategorías de gasto territorializable que deberían responder a una lógica igualitaria sea una referencia interesante que nos puede alertar sobre posibles disfunciones o inequidades en el reparto territorial de los recursos públicos. Aunque en ciertos casos, como pueden ser las ayudas territoriales, no sería en absoluto lógico esperar un reparto igualitario del gasto, el coste por habitante sigue siendo un dato relevante que conviene hacer explícito y que habrá que valorar en cada caso a la luz de los beneficios derivados del programa.

Dentro del gasto territorializable, en el SCPT se pone especial atención en la construcción de un agregado homogéneo de financiación regional a competencias homogéneas e igual esfuerzo fiscal (G2.1) que permite realizar comparaciones válidas entre todas las regiones, incluyendo a los territorios forales, a pesar de las notables diferencias competenciales que existen entre ellas. Para llegar a este agregado resulta necesario introducir una serie de ajustes a los datos brutos de financiación regional que consisten básicamente en cambiar de sitio ciertas partidas de gasto en el caso de aquellas comunidades o ciudades autónomas que tienen competencias atípicas al alza o a la baja. Por ejemplo, puesto que Cataluña es la única comunidad autónoma que ha asumido la gestión de las instituciones penitenciarias, el Estado no gasta nada en este servicio en territorio catalán, pero transfiere a la Generalitat unos recursos para cubrir el coste de esta competencia que se incluyen en la partida de financiación autonómica. Para evitar que esto distorsione las comparaciones entre regiones tanto en términos de financiación autonómica como de gasto en seguridad y justicia, en el caso de Cataluña resulta necesario deducir la transferencia citada de la primera partida y sumarla a la segunda, obteniéndose así dos agregados presupuestarios corregidos para esta región que, a diferencia de los originales, son directamente comparables con sus homólogos para otros territorios. La situación contraria se da en Ceuta y Melilla, donde la Administración Central sigue prestando directamente algunos servicios importantes que en el resto de España gestionan las Administraciones Territoriales, como la sanidad o la educación. En este caso, es el gasto estatal relevante el que ha de trasladarse al apartado

de financiación regional para que tanto esta última variable como la partida de origen sean comparables con las calculadas para las comunidades autónomas.

Criterios de imputación del ingreso y el gasto público

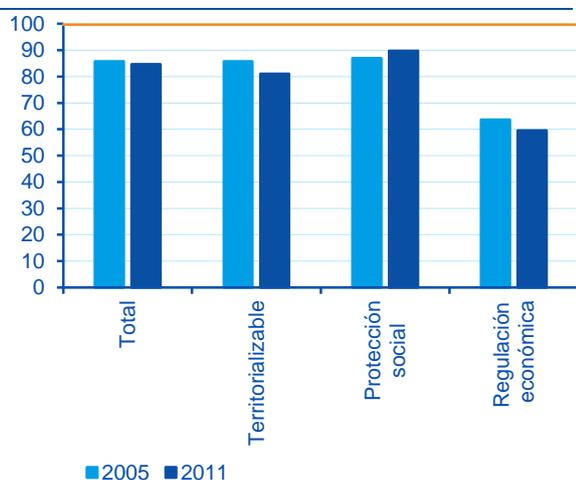
Para completar el SCPT es necesario distribuir las distintas partidas de ingreso y gasto entre las regiones españolas, incluyendo a Ceuta y Melilla como un territorio único adicional que sumar a las diecisiete comunidades autónomas. Aunque la literatura recoge una variedad de posibles metodologías que pueden utilizarse en esta tarea, puesto que el objetivo fundamental del SCPT es el de informar la discusión sobre la equidad del reparto de los costes y beneficios derivados de la actuación pública, el único enfoque que resulta apropiado es el conocido como de carga-beneficio, que se centra en la distribución geográfica de los beneficios directos del gasto público y de las cargas impositivas que lo financian. Con esta metodología, el gasto público se asigna al territorio en el que residen sus beneficiarios, entendiendo por tales a los ciudadanos que son en última instancia los consumidores o receptores de los bienes, servicios o prestaciones relevantes -- y no a sus productores directos, que pueden ser los receptores inmediatos del gasto público en contraprestación por su trabajo o por la producción de bienes o servicios intermedios pero no son en ningún caso los destinatarios finales de tales servicios. De la misma forma, los ingresos tributarios y las cotizaciones sociales se asignan a la comunidad de residencia de los contribuyentes que en última instancia soportan la carga de cada impuesto, que no son necesariamente los que lo pagan en primera instancia y podrían residir en un territorio distinto de aquel donde se produjo el hecho susceptible de gravamen.

A diferencia de ciertos otros estudios (véase por ejemplo Generalitat de Catalunya, 2014), en el SCPT se ha optado por no realizar una imputación alternativa de ingresos y gastos de acuerdo con el llamado método de flujo monetario. El uso de este criterio de reparto, que asigna el gasto al lugar en el que éste se materializa físicamente, suele defenderse con el argumento de que es el que mejor permite aproximar el impacto de la actuación de las administraciones públicas sobre la actividad económica de los distintos territorios. Sin embargo, a efectos de la discusión sobre equidad que motiva las nuevas Cuentas Territorializadas, los posibles efectos indirectos del gasto público sobre el empleo y la actividad económica deberían ser una consideración muy secundaria en el mejor de los casos. Por otra parte, resulta bastante dudoso que el método de flujo monetario recoja adecuadamente tales efectos, pues lo relevante no sería en todo caso dónde se materializa el gasto de la Administración, que es el dato que se utiliza en esta metodología, sino dónde se producen los bienes y servicios que ésta compra, lo que generalmente no se conoce.

3. El caso de la Comunitat Valenciana

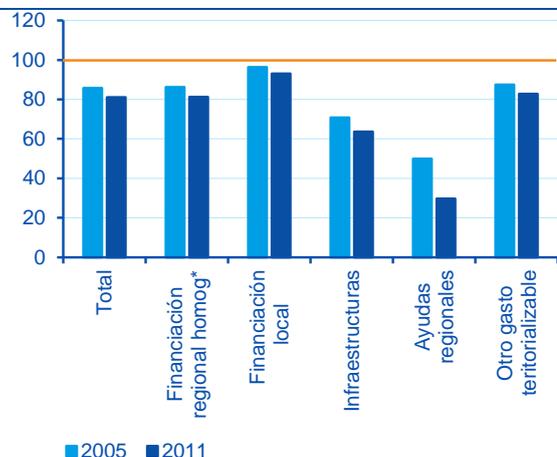
En esta sección se analiza la posición relativa de la Comunitat Valenciana (CV) en términos de su participación en el reparto del ingreso y el gasto público durante los ejercicios 2005 y 2011, utilizando índices de gasto e ingreso por habitante normalizados por la media nacional, que se iguala a 100 en cada período. Comenzando por el lado del gasto, la CV presenta un nivel de gasto público por habitante sensiblemente inferior a la media nacional, con un índice agregado de gasto de 85,8 en 2005 y de 84,7 en 2011 (véase el Gráfico 4.1). La desviación a la baja sobre el promedio se repite en los tres grandes conceptos de gasto: el gasto territorializable en sentido estricto, el gasto en protección social (pensiones y otras prestaciones sociales) y el gasto en regulación económica. El bajo gasto en pensiones observado en Valencia se explica en parte por una población ligeramente menos envejecida que la media española y por el reducido nivel medio de sus cotizaciones sociales (véase también el Gráfico 4.5). El gasto en regulación económica (fundamentalmente ayudas agrarias) se sitúa muy por debajo de la media a pesar de la importancia del sector agrícola valenciano porque éste se especializa en productos no subvencionados por la UE.

Gráfico 4.1
**Índices de gasto por habitante a igual esfuerzo fiscal, C. Valenciana*
media nacional = 100**



(*) En el gasto territorializable se incluye la financiación regional calculada a igual esfuerzo fiscal, esto es, suponiendo que la comunidad hubiese aplicado la escala tributaria "media" en todos los impuestos cedidos y no hubiese creado ningún impuesto propio.
Fuente: Á. de la Fuente

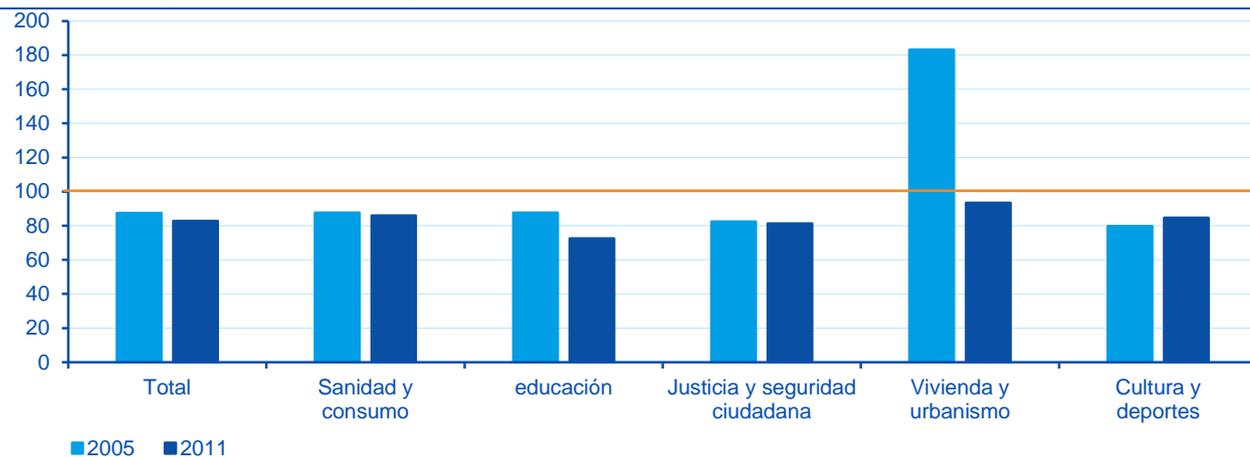
Gráfico.4.2
Índice de gasto territorializable por habitante a igual esfuerzo fiscal y sus componentes, C. Valenciana*, media nacional = 100



(*) La financiación regional homogeneizada se calcula a igual esfuerzo fiscal (véase la nota al gráfico anterior) y a competencias homogéneas, esto es, excluyendo la financiación ligada a ciertas competencias singulares que no todas las comunidades autónomas han asumido.
Fuente: Á. de la Fuente

También existe una fuerte desviación a la baja en relación al promedio nacional en el caso del gasto propiamente territorializable (con índices de 85,7 en 2005 y 81,0 en 2011). El Gráfico 4.2 muestra los componentes de este indicador. Tanto en 2005 como en 2011, la CV se sitúa por debajo de la media en términos de todas estas partidas, destacando por su bajo nivel relativo el gasto en infraestructuras y en ayudas regionales.

Gráfico 4.3
Índice de otro gasto territorializable por habitante



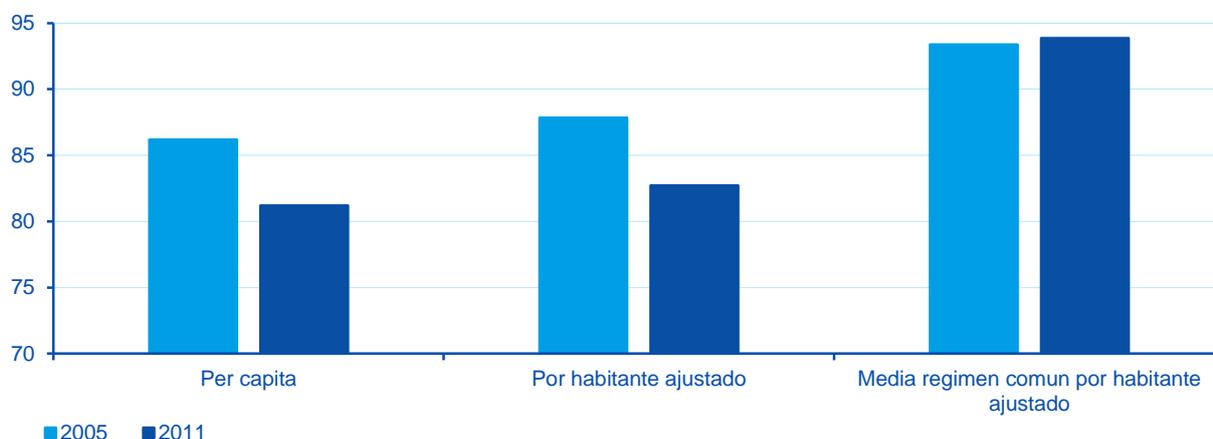
Fuente: Á. de la Fuente

La partida de otro gasto territorializable se desagrega en el Gráfico 4.3 en una serie de componentes entre los que se encuentran el gasto residual del Estado en funciones no transferidas de sanidad y educación junto con el gasto en cultura, justicia y seguridad ciudadana y vivienda. Dentro de todos estos apartados, la

CV registra también niveles de gasto inferiores a la media nacional, con la única excepción de la partida de ayudas a la vivienda en 2005, que parece haber sido un año anómalo en este sentido.

Un apartado importante de gasto territorializable en el que la Comunitat Valenciana presenta un gasto por habitante inferior a la media nacional es el de financiación autonómica (con índices de 86,2 y 81,2 respectivamente en 2005 y 2011). En este caso, sin embargo, conviene afinar especialmente el análisis puesto que, a la hora de determinar si una comunidad autónoma está relativamente bien o mal financiada, es importante tener en cuenta no sólo el tamaño de su población sino también la estructura por edades de la misma y algunas características geográficas (como la extensión o la insularidad) que tienen una incidencia muy significativa sobre la demanda y los costes unitarios de provisión de los servicios de titularidad autonómica, como la sanidad y la educación. Para incorporar estos factores al análisis, en el sistema de financiación regional se calcula un indicador de población ajustada que es seguramente una mejor referencia que la población regional bruta a los efectos que aquí nos interesan.

Gráfico 4.4

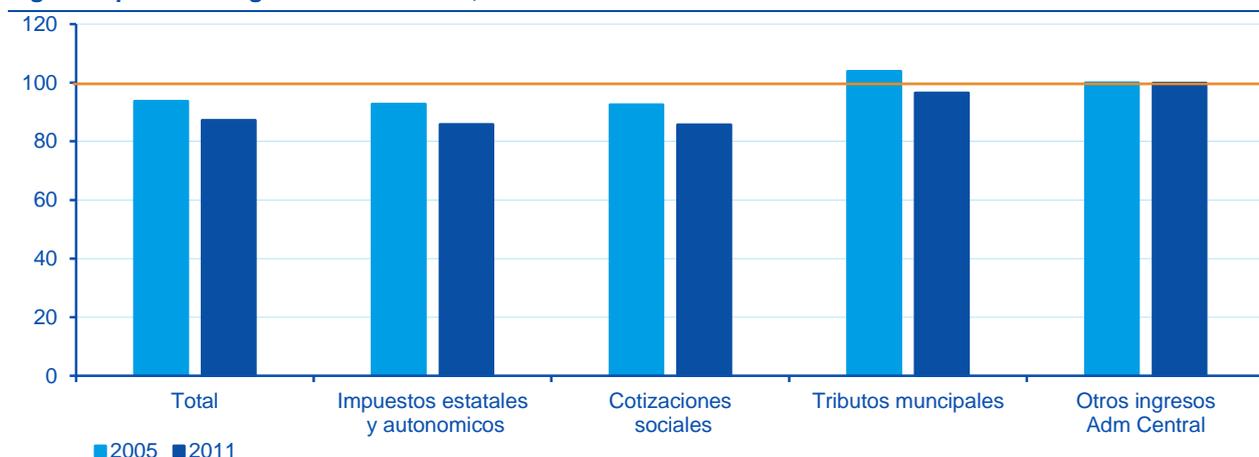
Financiación regional a competencias homogéneas e igual esfuerzo fiscal, C. Valenciana

Fuente: Á. de la Fuente

El Gráfico 4 compara la financiación per cápita de la CV con su financiación por habitante ajustado y con el promedio de esta última variable en el conjunto de las comunidades de régimen común (esto es, todas excepto las comunidades forales de Navarra y el País Vasco). Obsérvese que el indicador de financiación valenciano mejora algo cuando se utiliza la población ajustada en vez de la población bruta, lo que indica que el coste esperado por habitante de los servicios autonómicos en la región es inferior a la media nacional por tratarse de una región con una población relativamente joven y no excesivamente dispersa. Aún así, la CV se mantiene claramente por debajo del promedio nacional en términos del indicador de financiación regional cuando se incluyen en el cálculo las comunidades forales, que disfrutan de un régimen especial y de unos niveles de financiación muy superiores a los del resto de España. Cuando la comparación se realiza con el conjunto de las comunidades de régimen común, excluyendo a las forales, la situación valenciana mejora pero la región continúa situándose en torno a seis puntos por debajo de la media en 2011.

Gráfico 4.5

Ingresos públicos a igual esfuerzo fiscal, C. Valenciana



Fuente: Á. de la Fuente

Por el lado de los ingresos públicos, finalmente, la CV soporta una carga tributaria inferior a la media, en línea con su nivel de renta relativa por habitante, que se sitúa en torno a 12 puntos por debajo de la media nacional en 2011. Los componentes de la partida de ingresos públicos se recogen en el Gráfico 4.5. El único que llama la atención en alguna medida es el de tributos municipales, que se sitúan a un nivel superior al que quizás cabría esperar dado el nivel de renta.

4. Conclusión

La Comunitat Valenciana presenta los niveles más bajos de gasto por habitante de toda España. En el caso del gasto social y en regulación y promoción económica, no existen indicios claros de la existencia de violaciones graves del principio de equidad en perjuicio de la región, aunque ciertamente cabría cuestionar la concentración de las ayudas agrarias europeas en determinados tipos de productos en detrimento de otros. Más preocupante es la situación de la región en términos de las distintas partidas de gasto propiamente territorializable. Entre éstas destaca la clara infrafinanciación de la comunidad autónoma en relación con el promedio nacional. Aunque éste es un problema compartido por la mayoría de los territorios de régimen común, la situación relativa de la CV dentro de estos territorios es particularmente desfavorable y exigiría una atención especial en la próxima reforma del sistema. También se detecta un nivel reducido de gasto en infraestructuras y en ayudas regionales pese a tratarse de una región con un nivel de renta relativamente reducido. Por el lado del ingreso, finalmente, la posición de la Comunitat Valenciana está en línea con lo que cabría esperar dado su nivel de renta.

Referencias

de la Fuente, A. (2014). “¿Qué nos dicen las nuevas Cuentas Territorializadas?” Estudios sobre Economía Española, no. 2014-13, Fedea, Madrid. <http://www.fedea.net/documentos-hacienda-autonomica/>

de la Fuente, A., R. Barberán and E. Uriel (DBU, 2014). “Un sistema de cuentas públicas territorializadas para España: Metodología y resultados para 2011.” Estudios sobre Economía Española no. 2014-03, FEDEA, Madrid. <http://documentos.fedea.net/pubs/eee/eee2014-03.pdf>

Generalitat de Catalunya (2014). Metodologia i càlcul de la balança fiscal de Catalunya amb el sector públic central l'any 2011. Departament d'Economia i Coneixement, Barcelona.

http://economia.gencat.cat/web/.content/70_economia_sp_financament/arxius/estadistiques-informes/Monografia-BF-2011.pdf

5 Cuadros

Cuadro 5.1

Principales indicadores de coyuntura de la economía de Valencia

	2013		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, cvec)		
	C. Valenciana	España	C. Valenciana	España	C. Valenciana	España	Último mes
Ventas Minoristas	-3,4%	-3,9%	2,1%	0,9%	-0,3%	0,3%	dic-14
Matriculaciones	6,4%	4,1%	56,3%	32,8%	10,6%	11,5%	ene-15
IASS	-0,9%	-2,1%	2,6%	2,7%	0,0%	-0,2%	dic-14
Viajeros Residentes (1)	0,2%	-1,1%	1,0%	4,6%	3,4%	1,8%	dic-14
Pernoctaciones Residentes (1)	1,2%	-1,4%	0,2%	3,5%	3,5%	1,9%	dic-14
IPI	2,1%	-1,7%	3,5%	1,4%	0,0%	-0,1%	dic-14
Visados de Viviendas	12,6%	-22,4%	14,1%	5,2%	-3,1%	-1,3%	nov-14
Transacciones de viviendas	-2,1%	-2,2%	1,1%	2,6%	8,9%	-3,6%	dic-14
Exportaciones Reales (2)	12,5%	3,4%	1,3%	2,6%	-2,8%	-0,1%	dic-14
Importaciones	7,9%	1,3%	4,2%	5,8%	0,3%	-3,6%	dic-14
Viajeros Extranjeros (3)	9,8%	3,3%	2,1%	4,4%	1,6%	-0,2%	dic-14
Pernoctaciones Extranjeros (3)	7,1%	3,8%	3,8%	2,6%	0,3%	0,2%	dic-14
Afiliación a la SS	-3,0%	-3,1%	2,6%	1,6%	0,4%	0,2%	ene-15
Paro Registrado	1,0%	2,6%	-6,9%	-5,6%	-0,4%	-1,0%	ene-15

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

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

Cuadro 5.2

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

Actividad	2012	2013	2014(e)	2015(p)	2016(p)
PIB real	-0,7	-0,4	0,8	1,3	2,2
Consumo					
Consumo privado	-1,3	-0,6	0,9	1,4	1,7
Consumo público	-0,2	0,2	0,9	0,5	0,9
Formación Bruta de Capital	-3,2	-2,4	0,7	0,9	4,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-2,1	-0,9	0,7	1,1	2,0
Exportaciones	2,6	2,1	3,7	4,8	4,9
Importaciones	-1,0	1,2	3,7	4,8	5,0
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	0,4	0,2	0,2	0,1
Mercado de trabajo					
Empleo	-0,5	-0,8	0,5	0,8	1,1
Tasa de paro (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,2	10,6
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)	1,4	2,4	2,5	2,7	2,7
Saldo AA. PP. (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,7	-2,5	-2,0
Precios					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,1	1,0
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,1
Tipo de cambio					
Tipo de cambio (frente USD), promedio	1,29	1,33	1,33	1,11	1,18
Tipo de cambio (frente USD), final de periodo	1,31	1,37	1,23	1,15	1,20
Tipos de interés					
Tipo oficial (REPO)	0,88	0,55	0,16	0,05	0,05
Tipo oficial (REPO)	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05

(e): estimación; (p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

(e): estimación; (p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2012	2013	2014	2015 (p)	2016(p)
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	5,10	5,10
Tipos de Interés a 10 años (Promedio)					
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,2	2,9
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,6	1,2
Tipos de Cambio (Promedio)					
EUR-USD	0,78	0,75	0,75	0,90	0,85
USD-EUR	1,29	1,33	1,33	1,11	1,18
GBP-USD	1,58	1,56	1,65	1,48	1,60
JPY-USD	79,8	97,6	105,9	125	131,7
CNY-USD	6,31	6,20	6,14	6,17	6,04

Fecha cierre de previsiones: 6 de febrero de 2015.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

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

España

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

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

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

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

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

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

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

Amanda Tabarena
amanda.tabarena@bbva.com
+34 91 807 51 44

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

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

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

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

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
miguel.cardoso@bbva.com

Lecourtois

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