

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Castilla y León

2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



Índice

1. Editorial	3
2. Perspectivas para la economía castellanoleonesa	5
Análisis de la situación económica de Castilla y León a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Primer trimestre de 2017	29
3. La financiación regional en Alemania y en España: una perspectiva comparada	32
4. Cuadros	38
5. Glosario	41

Fecha de cierre: **17 de mayo de 2017**

1. Editorial

El PIB castellanoleonés experimentó un vigoroso avance en 2016 (3,3% a/a), gracias al dinamismo de la demanda interna. En particular, esto se observó en el consumo privado, que se vio apoyado por la mejora de la confianza, la reducción de los tipos de interés, el aumento de las nuevas operaciones de crédito y la disminución de la presión fiscal. Además, las reformas implementadas durante años anteriores, junto a la reducción de los desequilibrios acumulados por el sector privado en el período anterior a la crisis, favorecieron el crecimiento de la inversión, en particular en bienes de equipo, que mostró una evolución positiva y, aunque a un ritmo menor, también del sector inmobiliario. Por otra parte, **las exportaciones de bienes también crecieron**, en particular en el sector automóvil y en los destinos tradicionales, como el francés y el británico, mientras que las de servicios turísticos marcaron niveles récord. Lo anterior dio lugar a una aceleración en la creación de empleo, aunque ligeramente inferior a la media nacional. **En el inicio de 2017, los datos disponibles apuntan que el crecimiento se mantiene.** En particular, durante el primer semestre del año el PIB regional podría estar aumentando alrededor de un 0,7% t/t promedio (CVEC¹), una décima menos que el avance en la economía española. También la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Castilla y León muestra saldos de respuestas en actividad que mejoran en los primeros dos trimestres del año (véase Recuadro 1).

Hacia delante, se espera que el crecimiento se sitúe en torno al 2,8%, tanto en 2017 como en 2018, similar a lo esperado para el conjunto de España (3,0% y 2,7%), a medida que pierdan vigor algunos factores que han impulsado tanto a la demanda interna como al sector exportador. Esto implicaría completar cuatro años con un crecimiento anual promedio del 2,8%, 1,2 puntos por encima de la media de crecimiento desde 1981. Entre el final de 2016 y el de 2018 se espera que se puedan crear 40 mil puestos de trabajo, y reducir la tasa de paro hasta el 11%. La mejora del entorno exterior, la menor necesidad de aplicar ajustes en el sector público, junto con un contexto todavía favorable de la política monetaria, soportarán este avance del PIB en el horizonte de previsión. En todo caso, aún si se cumplen estas previsiones, la tasa de desempleo se situará a finales del año siguiente 3 p.p. por encima de su nivel de finales de 2007. La región ya recuperó su nivel de PIB per cápita precrisis el año pasado. Pero dada la negativa evolución de la población regional desde 2008 (-4,0%, sin que se prevean mejoras de cara a 2018), no recuperará el nivel absoluto de PIB precrisis hasta el año que viene.

El entorno presenta riesgos para la región, tanto internos como externos. Por una parte, aunque **el precio del petróleo** parece haberse consolidado en niveles que suponen un aumento del 27% respecto al promedio del año anterior, **continúa siendo un 40% inferior al observado en 2014**, lo cual incrementa la renta disponible y favorece el consumo privado. Por otra parte, aunque es de prever que la normalización de la política monetaria sea un proceso lento y que los tipos se mantengan bajos por un período prolongado de tiempo, el aumento en el coste de financiación que se observaría durante los próximos años puede ser particularmente negativo para la economía castellanoleonesa. En todo caso, aunque esta es una vulnerabilidad a tomar en cuenta, lo es menos que en otras

1: CVEC: Datos corregidos de variación estacional y calendario.

comunidades, debido al menor apalancamiento relativo, tanto del sector privado como del público. **El resultado final del *brexit***, además de la depreciación ya observada en la libra esterlina, constituye otro factor de riesgo, aunque no se prevé que la región sea de las más afectadas. Esto, dado el menor peso relativo del turismo en el tejido productivo de Castilla y León, y una exposición limitada de las exportaciones de bienes a la demanda británica.

A nivel doméstico, tras el cumplimiento del objetivo de déficit en 2016, el esfuerzo que la Junta debe realizar este año es menor, lo que concede un cierto margen de maniobra para la expansión del gasto sin descuidar el alcance de las metas de 2017. Esto puede ayudar a compensar durante los próximos años una menor contribución del impacto relativo de la licitación de obras del AVE que se irá diluyendo conforme la obra avanza hacia el norte. A medio plazo, persiste la incertidumbre sobre el resultado del proceso abierto para modernizar el sistema de financiación autonómica. Con el objetivo de contribuir a este debate en curso, en la Sección 3 de esta publicación se muestra que el sistema de financiación autonómico español trata a Castilla y León mejor de cómo lo haría, por ejemplo, un sistema como el alemán.

La inflación se mantiene bajo control y por el momento no se observan efectos de segunda ronda en la formación de precios. Pese a que el incremento del precio del petróleo ha elevado la inflación general en Castilla y León hasta el 3,2% en el 1T17 y el 2,8% a/a en abril, excluyendo energía y alimentos sin elaborar ambos incrementos se situaron alrededor del 1%. Ello adelanta que el aumento en la inflación general ha sido transitorio. Este comportamiento es destacable, ya que confirma que el coste de la pérdida de competitividad que ha sufrido la economía española está siendo distribuido entre familias y empresas de forma consistente con la creación de empleo y el crecimiento del consumo, de la inversión y de las exportaciones. Hacia delante, será importante vigilar la evolución de los márgenes y los salarios para comprobar que esta situación se mantiene. Asimismo, el crecimiento del 1% anunciado para los salarios de los empleados públicos constituye una buena señal, dado que prioriza la creación de empleo. Igualmente, es destacable la reducción esperada de la temporalidad, siempre que ello suponga una oportunidad tanto para revisar y corregir las causas de su excesivo uso, como para plantearse cambios que promuevan la eficiencia de la función pública.

En todo caso, **la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía castellanoleonesa** obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad, mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo. Serán de especial interés **medidas encaminadas a mejorar el mercado laboral** (ante las elevadas tasas de temporalidad y de paro, especialmente entre los jóvenes) y a **continuar aumentando la productividad**. Para ello resultará clave la mejora del capital humano, la rápida adopción de nuevas tecnologías y el incremento del tamaño medio de las empresas.

2. Perspectivas para la economía castellanoleonesa

La economía castellanoleonesa creció a un ritmo del 3,3% en 2016², 1,7 p.p. por encima de su media histórica (desde 1981), y nueve décimas más que la estimación del anterior número de esta publicación³. Se enlazan así tres años consecutivos de recuperación.

Hacia delante, el modelo MICA-BBVA⁴ estima que el crecimiento del PIB castellanoleonés podría mantenerse en el 0,7% t/t, tanto en el primer trimestre de 2017 como en el segundo (véase el Gráfico 2.1). Ello implica que Castilla y León acelera marginalmente su crecimiento respecto a lo observado en la segunda parte de 2016, lo que está en línea con la visión más positiva que se desprende de la Encuesta de Actividad Económica que BBVA realiza en la región (véase el Gráfico 2.2).

A ello contribuyen distintos factores de soporte, como el sólido crecimiento mundial, un precio del petróleo relativamente bajo y una política monetaria expansiva, entre otros. Todo ello, junto con la nueva información conocida de los indicadores coyunturales en el primer trimestre de 2017 **justifican un mantenimiento de la previsión de crecimiento regional en el 2,8%, tanto en 2017 como en 2018⁵, lo que a su vez permitiría la creación neta de en torno a 40 mil empleos en el bienio**. Aun así, al final de este periodo el nivel de empleo será un 7% inferior al de 2007.

Se consolida una recuperación más acelerada de lo previsto, aunque partiendo desde una situación peor, tras las revisiones estadísticas efectuadas

La primera estimación del INE sobre el crecimiento del PIB regional en 2016 reflejó que la actividad en Castilla y León se incrementó en un 3,3% (BBVA Research, 2,7%). Por tanto, la recuperación se aceleró más de lo previsto, por la mejora del consumo privado y las exportaciones en la parte final del año. Además, hay que tener en cuenta que la actualización en diciembre de las series de Contabilidad Regional de España (CRE) para el periodo 2010-2015⁶ introdujo cambios a la baja sobre el PIB de la región en el bienio 2014-2015. Dicha revisión estadística implica 0,5 p.p. de menor crecimiento promedio anual en Castilla y León, parcialmente compensados por el potente crecimiento del año pasado. Además, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo en la economía regional estimado para el periodo 2014-2016 apunta a un comportamiento de la misma más favorable que en el periodo precrisis, pero desacelerado respecto a los años 2009 a 2013. En todo caso, esto no afecta por igual a todos los sectores clave para la región: la industria, por ejemplo, mantiene un crecimiento robusto de la productividad.

Por el lado de la oferta, las principales aportaciones positivas al incremento de la actividad en 2016 correspondieron a la industria y los servicios públicos, que aportaron 0,8 p.p. cada uno. Mientras que la

2: El día 30 de marzo el INE publicó la primera estimación del crecimiento en 2016 del PIB de las CC.AA. http://www.ine.es/prensa/cre_2016_1.pdf

3: Véase Situación Castilla y León 2016, disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-castilla-y-leon-2016/>

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

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

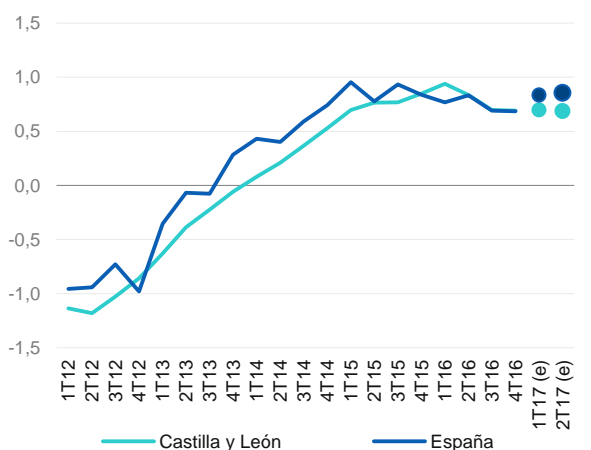
5: Véase Observatorio Regional de febrero 2017 disponible aquí: https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2017/02/Observatorio_Regional_1T17_DOC_vf.pdf

6: Véase: <http://www.ine.es/prensa/np1014.pdf>

aportación de la industria regional (creció 4,1% a/a) dobló la media española, el potente crecimiento del sector primario regional (8,4% a/a), aportó tres décimas al crecimiento, dos más que el promedio nacional. Por su parte, **los servicios privados aportaron 1,1 p.p. al crecimiento (1,8 décimas en España)**, de los que siete décimas correspondieron al comercio, la reparación de vehículos, el transporte y la hostelería. Con todo, dicha aportación al crecimiento fue 2 décimas menor que en España, como también ocurrió con los servicios profesionales.

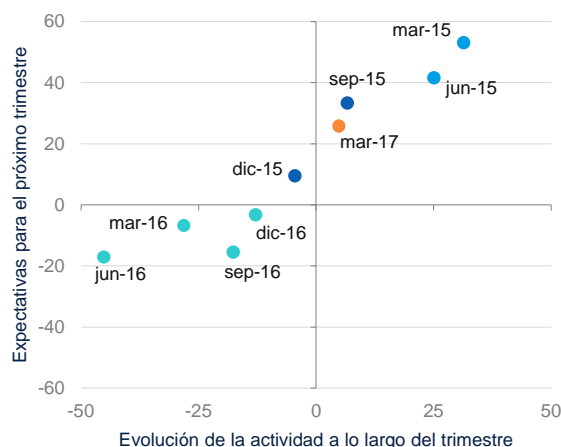
Por tanto, el ligero diferencial positivo de crecimiento respecto al resto de España se produce con una composición sectorial distinta, con una menor contribución relativa de los servicios privados (véase el Gráfico 2.3). Estos últimos tienen un peso relativo 10 p.p. menor en el PIB regional, compensado con un mayor peso regional de la industria (4,3 p.p.), del sector público (3,9 p.p.), del sector primario (1,4 p.p.) y de la construcción (0,5 p.p.).

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB según el modelo MICA-BBVA (t/t, %, CVEC)



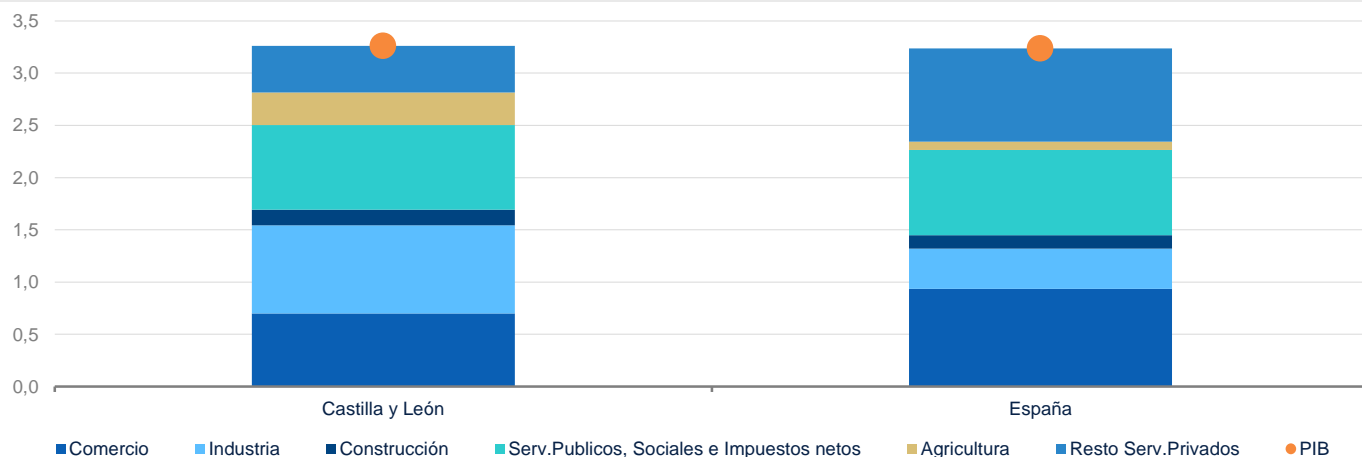
(e): estimación
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Castilla y León: actividad y perspectivas según la Encuesta de Actividad Económica BBVA (% saldo de respuestas extremas)



Fuente: BBVA

Gráfico 2.3 Crecimiento del PIB en 2016 y contribuciones sectoriales (a/a, % y p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

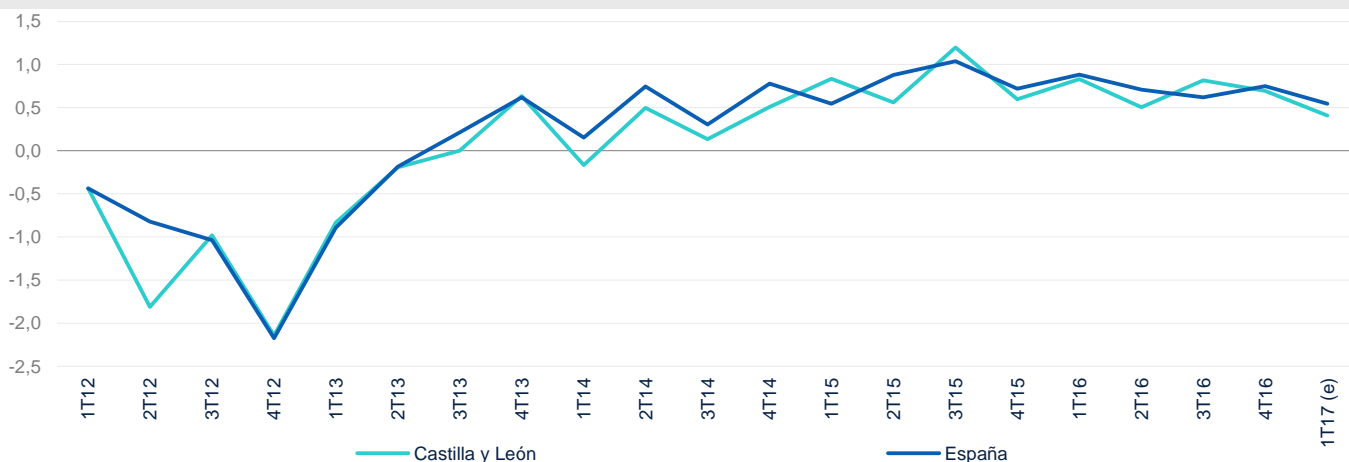
El consumo privado creció con vigor en 2016

El gasto en consumo de las familias castellanoleonesas continuó creciendo en 2016. Entre los factores que apoyaron el crecimiento del mismo se encuentran el mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos, el aumento de la riqueza disponible de las familias y un precio del petróleo que se mantiene relativamente barato⁷.

Así lo muestra el Indicador Sintético de Consumo que elabora BBVA Research para Castilla y León –ISCR-BBVA⁸- que aglutina la señal de los principales indicadores parciales de gasto disponibles de la comunidad. Como sucede con el conjunto del PIB, Castilla y León experimentó un fuerte dinamismo en el primer trimestre de 2016, pero que fue perdiendo potencia a medida que avanzaba el año. Finalmente, **el ISCR-BBVA estima que en 2016 el consumo doméstico en Castilla y León creció un 3,0%**, 2 décimas por debajo del conjunto de España (véase el Gráfico 2.4)⁹. De hecho, la mayoría de los indicadores parciales, salvo el Índice de Actividad del Sector Servicios (IASS), muestran una evolución algo menos sólida, con tendencia a la desaceleración en la segunda parte del año.

En el primer trimestre de 2017, tanto el ISCR de Castilla y León como algunos de los principales indicadores parciales (caso de las importaciones del consumo y del IASS) señalan que la desaceleración habría continuado (véase el Gráfico 2.5). Sin embargo, hay indicadores parciales que apuntan a una mejora intertrimestral, como las matriculaciones de turismos o las ventas minoristas. Como consecuencia, el consumo privado se habría incrementado en torno al 0,4% en el trimestre, nuevamente por debajo de la media de España.

Gráfico 2.4 Indicador sintético de consumo regionalizado ISCR (%), t/t, CVEC)



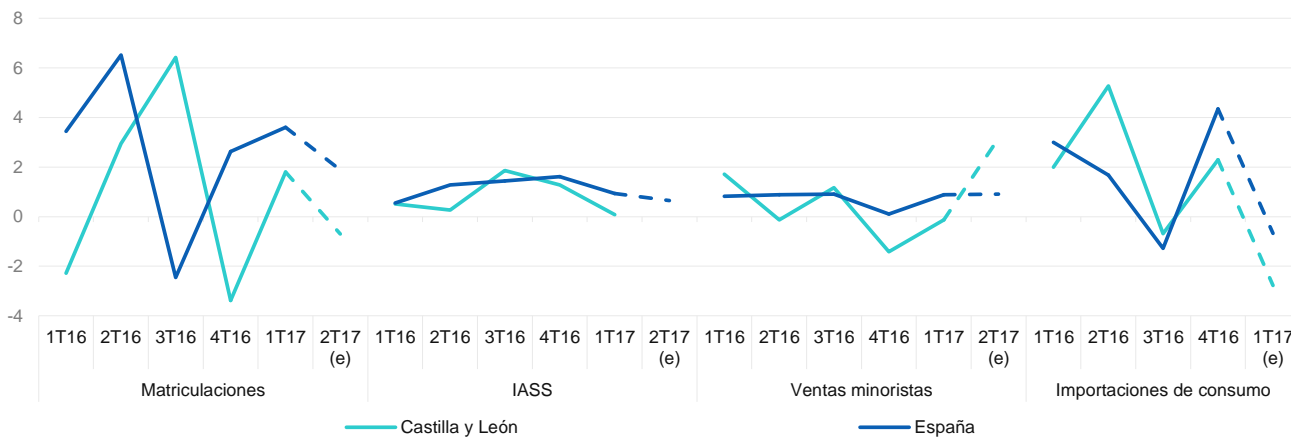
Fuente: BBVA Research a partir de INE

7: Los hogares de Castilla y León dedican a transporte una parte de su gasto ligeramente menor que la media española. Aun así, la sensibilidad de la economía regional al petróleo es similar. Véase BBVA Research, Observatorio Regional 1T17, disponible aquí

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

9: La Consejería de Economía y Hacienda de Castilla y León estima un crecimiento del consumo final del 3,4% en 2016, y del 3,6% en el caso de los hogares.

Gráfico 2.5 Crecimiento observado y previsiones de los principales indicadores de consumo privado (% t/t, CVEC)



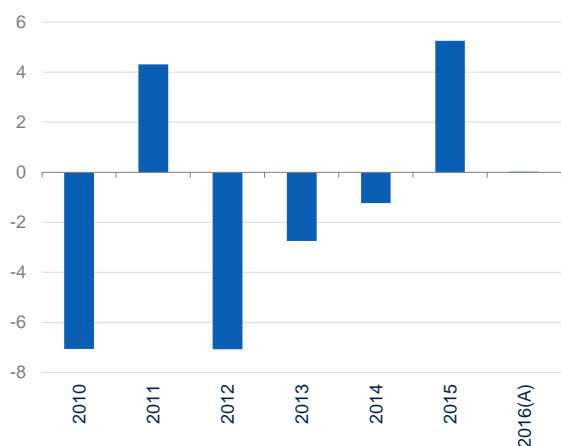
(e): estimación con la última información disponible
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Ajuste en el consumo final y en la inversión de la Junta por la consolidación fiscal

Durante 2016 la **Junta de Castilla y León realizó un esfuerzo de contención del gasto, tanto el consumo final nominal como en la inversión**. El gasto en consumo final nominal de la Junta se mantuvo prácticamente constante respecto al año anterior, lo que permitió una disminución de la ratio de gasto sobre el PIB regional. Además, se retomó la senda de ajuste de la formación bruta de capital, que cayó un 5,9% a/a en relación al cierre de 2015 (véanse los Gráficos 2.6 y 2.7).

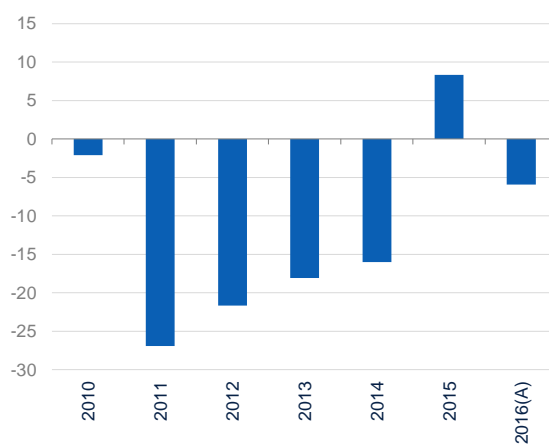
Esta línea de comportamiento continúa en el inicio de 2107. **Los datos de ejecución presupuestaria disponibles (hasta febrero) ponen de manifiesto que la Junta de Castilla y León ha seguido con su política de control del gasto**, con caídas interanuales tanto en el gasto en consumo final nominal como en el gasto de inversión.

Gráfico 2.6 Junta de Castilla y León: gasto en consumo final nominal* (a/a, %)



(*): Aproximación al gasto en consumo final nominal, excluido el consumo de capital fijo.
(A) Avance
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 2.7 Junta de Castilla y León: formación bruta de capital nominal (a/a, %)



(A) Avance
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

La licitación de obra pública cayó en 2016 por segundo año consecutivo

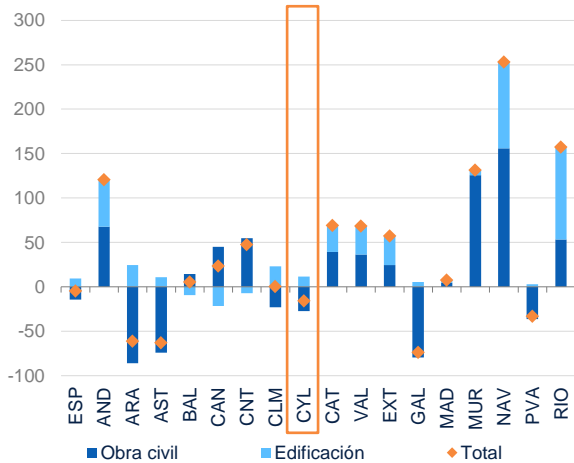
La licitación de nueva obra pública en Castilla y León se comportó peor que la media en 2016. Mientras en el conjunto de España el presupuesto licitado en 2016 permaneció prácticamente estancado (-0,8% interanual), en Castilla y León se redujo un 11,7%. Los 686 millones de euros licitados en total equivalen al 1,2% del PIB regional, y son una quinta parte de los 3.543 licitados de media durante el trienio 2007-2009, en el punto álgido de las inversiones del tren de alta velocidad. La contracción de 2016 se debió a la obra civil, cuyo presupuesto se redujo un 18,4%, un descenso superior a la media nacional (-6,2%). Por el contrario, el importe destinado a edificación aumentó un 15,1%, más que el incremento del 11,8% registrado de media en España. Los principales contratos de obra civil licitados en la región estuvieron ligados a la construcción y mejora de carreteras y, en menor medida, a las obras de urbanización. En las obras de edificación, todas las partidas muestran un comportamiento similar, siendo la más relevante la destinada a la construcción de edificios administrativos.

La desagregación provincial muestra en parte el avance de la red del AVE hacia el norte de España. Así, se observaron crecimientos significativos de la licitación en 2016 en Palencia, Salamanca, Valladolid y Zamora (con aumentos entre el 30,4% y 61,2%). Por el contrario, destacan los descensos en Segovia (-72,8%) y Soria (-28,4%). Por otro lado, destaca el peso que ha adquirido la edificación respecto a la licitación total en Segovia (70,0%) y Valladolid (56,5%).

Por su parte, el dato del primer trimestre de 2017 continúa mostrando un menor dinamismo de la licitación que la media nacional. En particular, el importe licitado entre enero y marzo del año en curso fue un 15,9% inferior al del mismo periodo de 2016 y, como consecuencia, Castilla y León fue una de las cinco comunidades autónomas en las que cayó el importe licitado en 1T17. Diferenciando por tipología de obra, la edificación mostró un avance del 37,4% interanual, al tiempo que la obra civil sufrió un descenso del 39,3% (véase el Gráfico 2.8). Por provincias, en la primera parte del año destaca el incremento de la licitación de Soria, que multiplicó por 4,6 la del 1T16. En Palencia y Salamanca, las otras dos provincias que mostraron una evolución positiva, el incremento interanual fue del 141,1% y del 93,4%, respectivamente. En el lado contrario sobresalen los descensos del importe licitado en Segovia (-93,6%) y Valladolid (-66,2%, véase el Gráfico 2.9).

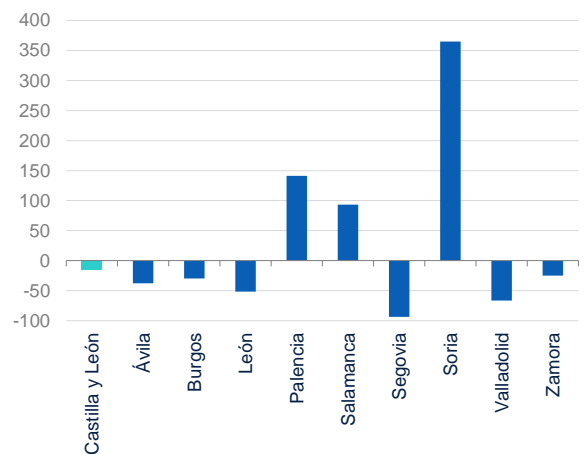
Diferenciando por organismos financiadores, **el descenso de la licitación en 2016 vino por parte del Estado**, cuyo importe se redujo un 55,9% respecto a 2015. Por el contrario, la de los Entes Territoriales creció un 62,1% interanual. De este modo, en 2016 el peso del Estado en la licitación de obra pública en la región se redujo hasta el 31,2%, el más bajo de los últimos nueve años. Esta dinámica se mantuvo en el 1T17: el importe aportado por el Estado se redujo nuevamente (-68,9% a/a), mientras que el de los Entes Territoriales se mantuvo relativamente constante.

Gráfico 2.8 Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual en 1T17 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

Gráfico 2.9 Castilla y León: presupuesto de licitación por provincias en 1T17 (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

La inversión empresarial continúa su recuperación, especialmente en maquinaria y equipo

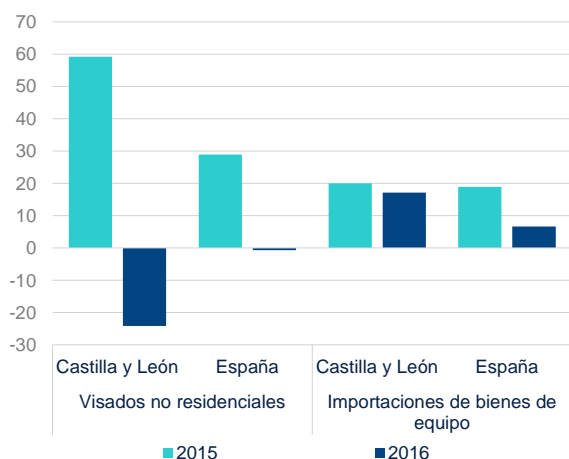
La inversión siguió creciendo en 2016 en Castilla y León, especialmente en bienes de equipo. Según datos de la contabilidad trimestral del gobierno regional, la formación bruta de capital fijo habría crecido un 2,5% a/a, 4,6% a/a en el caso de los bienes de equipo. Así, **las importaciones de bienes de equipo alcanzaron su nivel máximo histórico en 2016**, al crecer por tercer año consecutivo, superando por primera vez los 2.500 millones de euros: aumentaron un 17,1% en 2016 (+20,2% el año anterior, véase el Gráfico 2.10), frente al 6,6% a/a total de España. La tendencia se confirma en los datos disponibles hasta febrero de 2017: el nivel promedio de las importaciones supera en un 16,6% el promedio mensual del año pasado.

Por otro lado, **los visados de construcción no residencial cayeron en 2016**, tras el fuerte incremento del año anterior. El año cerró con un descenso del 24,2% a/a (-0,7% de media en España) por la caída de los destinados a turismo, recreo y deporte (-75,2% a/a) tras su fuerte repunte de 2015 y, en menor medida, por la reducción de superficie visada para uso agrario y ganadero. Por su parte, los datos de los dos primeros meses de 2017 revelan un mejor comportamiento que hace un año: la superficie visada destinada a edificios no residenciales se duplicó hasta los 63.000 metros cuadrados, destacando el incremento observado en torno a los edificios de oficinas y de uso agrario y ganadero. Por el contrario la superficie visada para uso industrial cayó el 51,5% interanual. Con todo, el reducido volumen y la volatilidad de estas series hace que deban tomarse con cautela: lo visado en 2016 equivale al 15% de lo visado en 2007.

De modo más cualitativo, los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Castilla y León de 1T17 muestran optimismo: por primera vez desde 2T15, se recuperan los valores de saldos netos positivos para todos los sectores (véase el Gráfico 2.11 y el Recuadro 1). En cualquier caso, en promedio, tres de cada cuatro

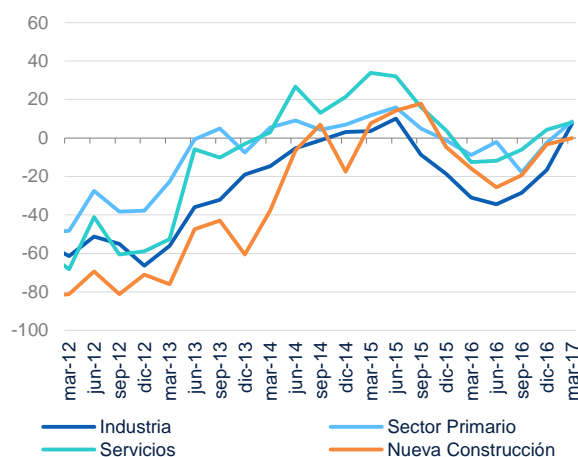
encuestados prevén estabilidad y los saldos netos no superan el 10% en ningún sector, siendo prácticamente nulos en el caso de la nueva construcción y, en el caso de los servicios, alejados de su máximo histórico (casi 34% en 1T15).

Gráfico 2.10 Crecimiento de visados de construcción no residencial (m²) e importaciones de bienes de equipo (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento y Datacomex

Gráfico 2.11 Castilla y León: evolución de la inversión por sectores según la Encuesta de Actividad Económica de BBVA (saldos de respuestas, %)



Fuente: BBVA

La recuperación del sector inmobiliario prosigue, pero a menor ritmo que la media

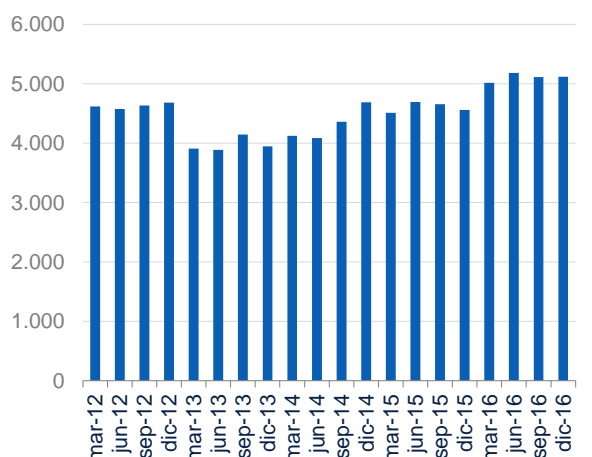
Los datos de 2016 muestran cómo la recuperación del mercado inmobiliario prosigue en Castilla y León, apreciándose una elevada heterogeneidad geográfica. En todo caso, la menor relevancia del turismo, un mercado laboral menos dinámico, flujos migratorios menos favorables y una población más envejecida justifican que el comportamiento del sector sea menos dinámico que el que se observa en el conjunto de España. Así, la recuperación de las ventas de vivienda (más débil que en el conjunto nacional) dio lugar a una menor aceleración de la edificación residencial, en un contexto en el que los precios se mantuvieron estables respecto a 2015, frente al alza que ya muestran en otras comunidades.

La venta de viviendas creció en 2016, pero a un ritmo algo inferior que la media nacional. La dinámica trimestral muestra un elevado crecimiento de las ventas en los tres primeros meses del año, que fue atenuándose en los trimestres sucesivos, llegando a registrar un descenso del 1,5% t/t (CVEC) en el 3T16 y un práctico estancamiento en la última parte del año (véase el Gráfico 2.12). En términos interanuales, las transacciones en 2016 mostraron un incremento del 11,9% en Castilla y León, algo por debajo del 13,9% de media en España. El segmento de demanda más dinámico fue, con diferencia, el correspondiente a los residentes en la región, cuyas compras se incrementaron el 13,3%, 3 p.p. menos que lo observado en la media nacional. Por su parte, las operaciones efectuadas por residentes en otras regiones crecieron a una tasa interanual del 3,6%, lo que contrasta con el relativo estancamiento observado de media en España (+0,6%), siendo el tercer año consecutivo de crecimiento. Por su parte, la compra de viviendas de extranjeros mostró un elevado dinamismo al crecer el 34,7% respecto a las

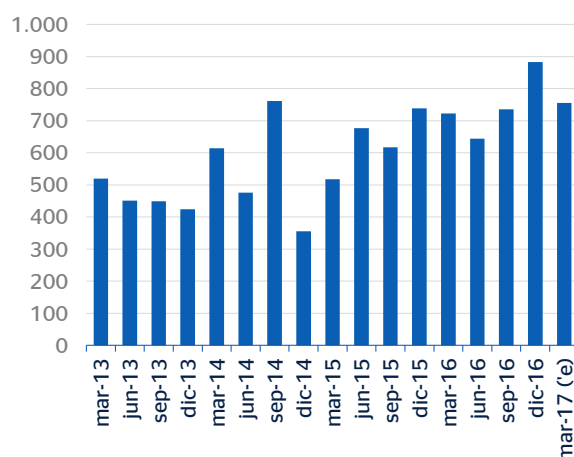
operaciones de 2015. Sin embargo, debido a la escasa relevancia de este segmento de demanda, que tan sólo representó el 3,2% del total de compraventas en la región, apenas contribuyó a impulsar el mercado castellanoleonés.

Por provincias, se observa cómo la venta de inmuebles residenciales en 2016 creció en todas, destacando Valladolid y Salamanca, con incrementos superiores al 20%. Por volumen de ventas, en el pasado año, Valladolid fue la provincia con un mayor número de transacciones, con casi 4.400 (el 21,3% de la región), a la que siguieron Burgos (16,9%), León (16,3%) y Salamanca (14,0%). Con todo, Valladolid y Salamanca fueron las dos provincias que más contribuyeron al crecimiento de las ventas en la región, aportando 4,0 p.p. y 2,8 p.p., respectivamente. Por el contrario, Segovia, Soria, Burgos y Ávila fueron las que menos aportaron, con menos de 1,0 p.p. en cada caso. **El precio de la vivienda en Castilla y León se mantuvo prácticamente estancado en 2016.** Según los valores de tasación recogidos por el Ministerio de Fomento, durante el pasado año el precio de la vivienda en Castilla y León no varió respecto a 2015, una evolución que precede al descenso del 0,4% registrado en 2015 y que contrasta con el incremento registrado de en media en España (1,9%). Así, a diciembre de 2016 el precio se situó en los 1.056,8 €/m². Por provincias, tal y como muestra el Cuadro 2.1, en 2016 el precio se incrementó en Ávila, León, Valladolid y Zamora. Por el contrario, en Segovia y Burgos se registraron los mayores recortes de precios. Desde el punto de vista municipal, se observa cómo el precio de la vivienda en 2016 subió en tan sólo dos de los 13 municipios de más de 25.000 habitantes de la región, registrando la mejor evolución las ciudades de Zamora y Ávila, con un ascenso del precio de la vivienda del 0,8% y del 0,4%, respectivamente, en 2016. En contraposición, los mayores descensos se localizaron en las ciudades de Soria y Aranda de Duero, donde las caídas anuales fueron se situaron en torno al 8,2% en ambos casos.

La firma de visados de nuevas viviendas en Castilla y León durante 2016 volvió a crecer por debajo de la media nacional. Así, después de aumentar el 13,2% en 2015, en el pasado año el crecimiento de la actividad constructora en la región fue del 13,6%, por debajo del 28,9% de media en España. Con ello, la región acumula tres años consecutivos de incrementos. En total, a lo largo de 2016 se firmaron los permisos para construir 2.881 nuevas viviendas en la región, observándose un mejor comportamiento en la segunda mitad del año (véase el Gráfico 2.13). En el Cuadro 2.1 se muestra la evolución por provincias, observándose un mayor dinamismo en León, Soria y, en menor medida, en Valladolid, si bien, partiendo de unos niveles muy reducidos. Por el contrario, los visados se redujeron en Ávila, Segovia y Zamora. Por su parte, el dato de los dos primeros meses 2017 muestra un mayor dinamismo que la media nacional: la suma de los visados en enero y febrero de 2017 crecieron a una tasa interanual del 30,6%, por encima del crecimiento del 20,3% en el conjunto del país

Gráfico 2.12 Castilla y León: venta de viviendas (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.13 Castilla y León: visados de construcción de vivienda nueva (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Cuadro 2.1 Castilla y León: variables del mercado inmobiliario por provincias

	Venta de viviendas 2016 (% a/a)	Precio de la vivienda 2016 (% a/a)	Visados de vivienda 2016 (% a/a)
Ávila	11,2	2,0	-4,7
Burgos	3,0	-2,6	7,3
León	11,7	2,5	36,6
Palencia	13,6	-1,9	16,4
Salamanca	21,5	-0,2	16,1
Segovia	0,5	-3,4	-2,8
Soria	7,1	-1,5	30,6
Valladolid	20,3	0,7	20,8
Zamora	9,8	4,9	-15,1
Castilla y León	11,9	0,0	13,6
España	13,9	1,9	28,9

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

El récord de exportaciones del sector automóvil impulsa la mejora de la balanza comercial de bienes de la región en 2016

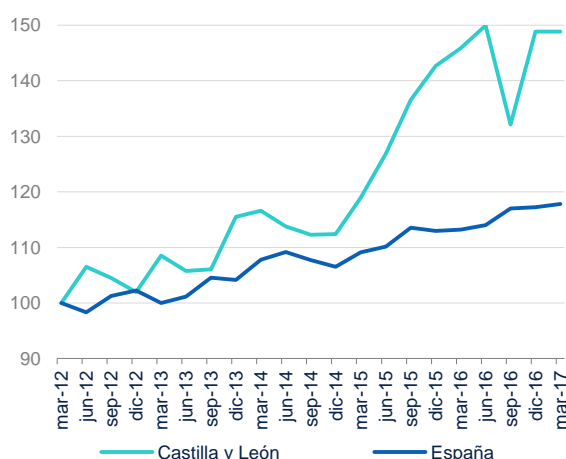
Las exportaciones reales de bienes de Castilla y León aumentaron un **9,9% a/a en 2016**, frente al incremento del 3,8% en el caso de España (véase el Gráfico 2.14). Con este cuarto año consecutivo de incremento, el peso de las exportaciones alcanza el 29,3% del PIB regional, 6,4 p.p. por encima de la media española. Dicha evolución estuvo marcada por los avatares del sector automóvil, las importantes inversiones anunciadas hasta 2020¹⁰ y el lanzamiento de nuevos modelos en 2015 y en 2016. Tras las paradas técnicas de verano, con el relanzamiento de la actividad se alcanzaron récords anuales de plantilla, producción y exportación, en particular en las factorías de Palencia y

10: http://economia.elpais.com/economia/2016/05/05/actualidad/1462445020_073875.html

Valladolid. Ello incluyó la implantación del cuarto turno de producción a partir de septiembre de 2016, de cara a la fase de lanzamiento¹¹. Así, el peso del sector automóvil alcanzó el 48,6% de las exportaciones regionales de bienes, nivel máximo desde el año 2005 y 13 p.p. por encima del nivel de 2013.

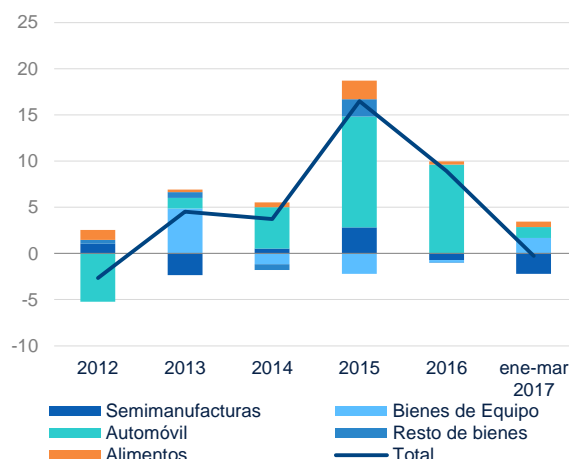
De hecho, sin la aportación de 9,6 p.p. de dicho sector al crecimiento de 2016, las exportaciones nominales regionales se hubieran reducido ligeramente el año pasado (-0,7 p.p.). Ello, por la caída de 3,2% a/a en las exportaciones de semimanufacturas que, por primera vez en este siglo, aportaron menos de una quinta parte de las ventas exteriores castellanoleonesas y drenaron 2.2 p.p. a su crecimiento. El resto sectores principales de exportación regional, alimentación y bienes de equipo, mostraron variaciones pequeñas de signo mixto (+3,0% a/a y -1,8% a/a respectivamente, véase el Gráfico 2.15).

Gráfico 2.14 Castilla y León, y España: exportaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.15 Castilla y León: exportaciones y contribuciones sectoriales (% a/a y p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por destinos, los bienes castellanoleoneses siguen estando dirigidos, fundamentalmente, a Francia y el resto de destinos de la UE. Los 14 países que absorben al menos un 1% de las exportaciones regionales suponen más de tres cuartas partes de las ventas. **Francia destaca como primer cliente, destino de más de una cuarta parte del total (26,3% en 2016).** Los seis siguientes, de los que ninguno alcanza el 10% de cuota y suponen casi el 40%, son europeos (Bélgica, Reino Unido, Italia, Alemania, Rumanía y, el único no UE, Turquía). Los dos principales clientes no europeos absorben en conjunto el 4% de los bienes regionales: EE.UU. (octavo cliente, con una cuota del 2,4%) y Marruecos (undécimo, 1,6%). El primer cliente asiático, Corea del Sur, es el decimotercero en volumen con una cuota del 1,1%.

El mercado británico ocupó el tercer lugar como mercado de destino el año pasado tras su crecimiento del 28,5% a/a: absorbió el 8,9% de las ventas regionales, el equivalente al 2,6% del PIB regional. El mercado británico resulta de particular importancia para el sector regional del automóvil, al que este dirigió el 12,2% de sus ventas

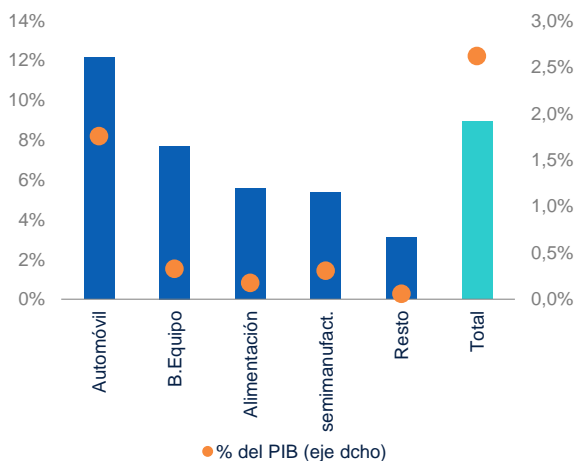
11: http://www.abc.es/motor/economia/abci-planta-renault-palencia-bate-record-300000-coches-201612021418_noticia.htm. A partir de junio de 2017, superada la fase de lanzamiento, se volverá de 4 a 3 turnos de trabajo. http://cadenaser.com/emisora/2017/03/17/radio_palencia/1489767458_642423.html

exteriores (972 millones de euros, que equivalen al 1,7% del PIB regional) y, en menor medida, para el de bienes de equipo (7,7% de las ventas regionales exteriores, 0,3% del PIB regional). El resto de sectores, en cuyas ventas el Reino Unido no alcanza el 6% del total exportado, vendieron por valor del 0,6% del PIB regional (véase el Gráfico 2.16).

Por otra parte, **la importación de bienes reales se mantuvo estancada en 2016 (-0,1% a/a)** a pesar del repunte en el último trimestre del año (véase Gráfico 2.17), cuando en términos nominales se incrementaron un 2,6% a/a. Los bienes de equipo y el sector automóvil, que suponen en torno a una cuarta parte y un tercio de las importaciones castellanoleonesas respectivamente, mostraron comportamientos contrapuestos: los bienes de capital aportaron 3,6 p.p. al crecimiento, mientras que la automoción drenó 2,7 p.p. Por su parte, las semimanufacturas (otra cuarta parte de los bienes importados) cayeron ligeramente (drenando 0,4 p.p.), con pequeñas variaciones positivas en el resto de sectores.

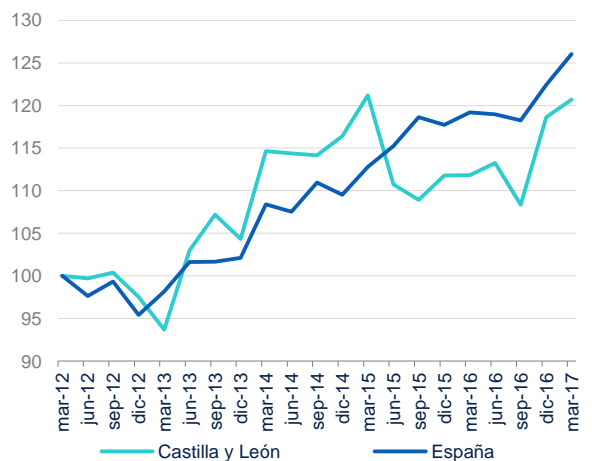
Los primeros datos disponibles para el primer trimestre de 2017 apuntan tendencias algo diferentes respecto a las del año anterior. Las exportaciones reales regionales podrían estancarse (véase el Gráfico 2.14), como consecuencia de que lo haga el sector automóvil, mientras que las importaciones reales mantienen el vigor del último trimestre, con un crecimiento del 1,7% t/t CVEC, frente a la caída intertrimestral de 3T16.

Gráfico 2.16 Exportaciones dirigidas al Reino Unido respecto al total por sector y peso sobre PIB regional (% , 2016)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.17 Castilla y León: importaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Nuevo récord de viajeros y pernoctaciones, con un crecimiento algo mayor del turismo extranjero

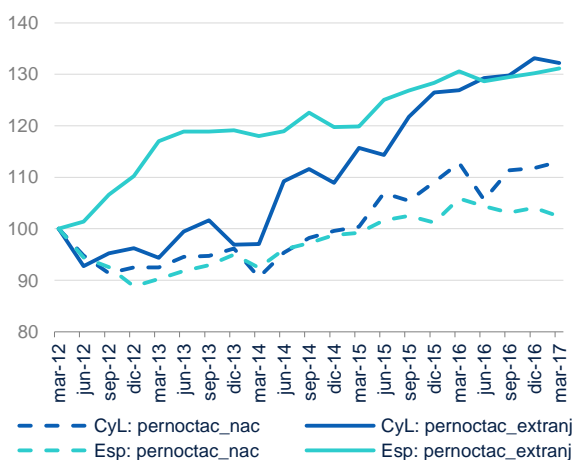
En 2016, los viajeros entrados en hoteles y las pernoctaciones en Castilla y León fijaron un récord histórico, al superar los 4,7 y 7,8 millones respectivamente, con crecimientos en torno al 5,5% en ambos casos. El segmento de residentes, que supone más de tres cuartas partes del turismo regional, creció en torno al 4,7% a/a, mientras que el de extranjeros lo hizo a un ritmo algo mayor, 7,5% y 8,5% en viajeros y pernoctaciones respectivamente (véase el

Gráfico 2.18). Todo ello, apoyado por la recuperación de la renta disponible y la mejora de la confianza en España, los problemas geopolíticos en otros mercados y unos costes de transporte relativamente baratos.

Los turistas franceses siguen siendo mayoría entre los extranjeros entrados en la región (una quinta parte), mientras que los británicos suponen una décima parte de los extranjeros, cifra similar a la de los viajeros de origen en Portugal (menos del 3% del total de turistas en cada caso). Los primeros datos de 2017 indican que dichas tendencias del turismo regional se mantienen en el primer trimestre, con un crecimiento de 1,2% en viajeros y 1,0% t/t CVEC en pernoctaciones.

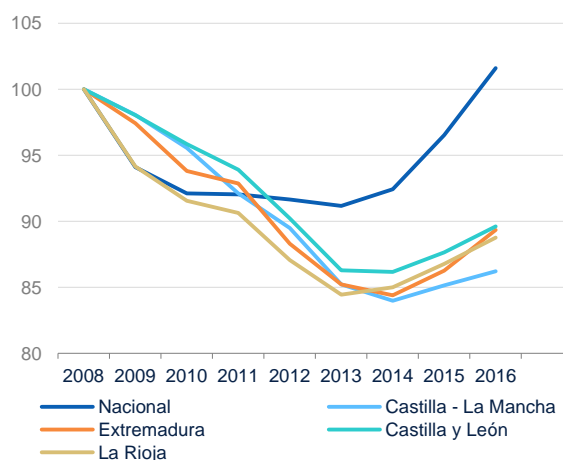
Por otra parte, los precios hoteleros en Castilla y León continuaron su recuperación en 2016. Así, el incremento en cantidades volvió a ser compatible, por segundo año consecutivo, con un nuevo incremento de precios reales del sector hotelero, del 2,2% el año pasado. Este comportamiento es similar al de otros destinos de interior, con una recuperación más moderada que la observada a nivel nacional, pero aún lejos de los niveles precrisis. En todo caso, los precios hoteleros de Castilla y León muestran un mejor comportamiento que el de otras regiones de interior, como Castilla-La Mancha, Extremadura o La Rioja, con quien en parte coincide en la apuesta por el turismo gastronómico y enológico (véase el Gráfico 2.19).

Gráfico 2.18 Viajeros en hoteles y pernoctaciones (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.19 Índice de precios hoteleros (reales, 2008=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El mercado laboral castellanoleonés continuó dinámico en 2016 y se mantiene en el inicio del año

La afiliación a la Seguridad Social en Castilla y León creció en un 1,7% en 2016, aunque lo hizo por debajo de lo ocurrido en el conjunto de España (3,0%). Esta tendencia de recuperación ha continuado durante el comienzo de 2017 y, de acuerdo a los últimos datos disponibles (completados con previsiones), **la afiliación habría crecido un 0,5% CVEC tanto en el primer como en el segundo trimestre del año**, de nuevo, ligeramente por debajo del promedio nacional (véase el cuadro 2.2). Mientras que el menor crecimiento en 2016 se explica por la menor importancia relativa de las actividades relacionadas con el turismo en Castilla y León, el diferencial de crecimiento de

los dos trimestres del presente año se justifica por una menor contribución del empleo en actividades relacionadas con el sector público.

Paralelamente, la **Encuesta de Población Activa (EPA) también confirma la evolución positiva del mercado laboral en la región en 2016**, e incluso apunta a un dinamismo similar al del promedio nacional. Así, el número de ocupados en Castilla y León creció un 2,8% en 2016 (España 2,7%) lo que permitió cerrar el ejercicio con 26.500 empleos más (CVEC) que en el último trimestre de 2015. Sin embargo, las cifras del primer trimestre de 2017 muestran un dinamismo ligeramente menor, en línea con lo que ocurre con los registros de afiliación. De esta forma, los registros recientemente publicados de la EPA señalan un incremento del empleo del 0,4% CVEC, dos décimas menos que en el promedio nacional. Por tanto, el empleo en Castilla y León mantiene una tendencia de recuperación constante, puesto que el crecimiento está línea con los últimos trimestres del año anterior. En cualquier caso, dado que el efecto calendario podría estar influyendo en estos resultados habrá que esperar a disponer de información del segundo trimestre para confirmarlo.

A **nivel sectorial**, de acuerdo al registro de los afiliados a la Seguridad Social, la industria y, más concretamente, la manufacturera, junto a los servicios públicos y, en menor medida, las actividades profesionales científicas y técnicas lideraron el crecimiento del empleo a nivel regional en 2016. Por tanto, el menor crecimiento en relación al promedio nacional se justifica por un dinamismo más reducido en los sectores más relacionados con el sector terciario y el comercio, de menor relevancia en Castilla y León que en el conjunto de España, pese al mejor comportamiento relativo mostrado por el sector industrial. De hecho, los datos correspondientes al primer semestre de 2017 reflejan que el dinamismo se habría mantenido en la industria manufacturera y el sector de actividades profesionales, científicas y técnicas. Por su parte, el sector de comercio, transporte y reparación de vehículos habría sustituido a las actividades del sector público como el tercer sector con mayor dinamismo en el primer semestre del año. Además, precisamente el menor crecimiento en el sector público es una de las diferencias que justifican la desaceleración de la afiliación en la región entre enero y junio en relación al semestre anterior.

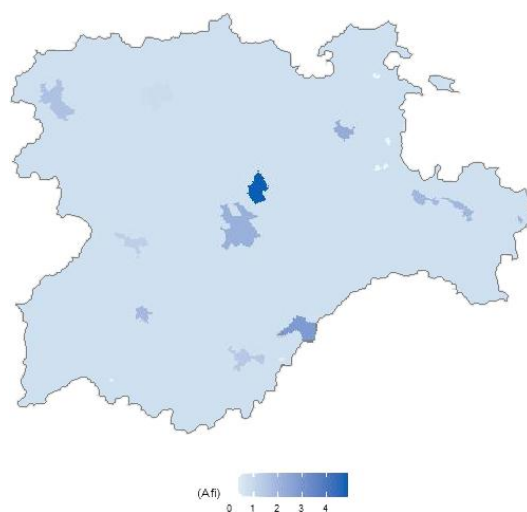
En líneas generales, **los datos de la EPA señalan una composición similar, con la industria como el principal sector que contribuyó al incremento del número de ocupados en 2016**. Sin embargo, la encuesta también muestra algunas diferencias relevantes en el año anterior: el número de asalariados del sector público disminuyó en el agregado del año, mientras que el número de ocupados privados en el sector servicios se incrementó y más que compensó la caída de ocupados. De esta forma, el sector servicios, de acuerdo a la EPA, mostró una contribución positiva al crecimiento en el agregado de 2016. Los últimos datos disponibles muestran que esta composición sectorial se mantuvo en el primer trimestre de 2017.

Cuadro 2.2 Contribuciones al crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social (t/t, %, CVEC)

	Castilla y León					España				
	1S16	2S16	2016	1T17	2T17*	1S16	2S16	2016	1T17	2T17*
Agricultura	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Construcción	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0
Comer., transporte y repar.	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,1
Hostelería	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
Activ. Profes.	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,1
Serv. públicos	0,1	0,2	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,6	0,1	0,2
Serv. sociales y act. Artíst.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	0,5	0,6	1,8	0,5	0,5	1,0	0,6	3,2	0,7	0,8

Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social. * Estimación de 2T17 con datos hasta abril. *Las tasas de 2016 se presentan en promedio trimestral agrupadas en semestres. Las tasas de 2017 son trimestrales.

La mejora del empleo en el último año fue heterogénea en la región, en base al análisis de la afiliación por municipios y grandes áreas urbanas (GAU). Valladolid y Burgos, con los municipios de sus respectivas áreas urbanas, aglutinan casi el 30% de la afiliación regional y crecieron 2,3% a/a. El resto de capitales de provincia, que suponen un tercio de la afiliación total, crecieron a un ritmo similar del 2,2%, aunque con diferencias entre la GAU de Palencia (+5,0% a/a), beneficiada por la actividad de la automoción, y la GAU de León (+1,0% a/a). Ésta última creció menos que la de Ponferrada (+1,8% a/a, véase el Gráfico 2.20). Sin embargo, el resto de municipios, que no están incluidos en ninguna GAU, crecieron a un ritmo de 0,9% a/a. Ello confirma la peor evolución de las áreas no urbanas, que se observa desde 2011 (véase el Gráfico 2.21).

Gráfico 2.20 Castilla y León: afiliación a la Seguridad Social por áreas urbanas (% a/a, 2016)¹²


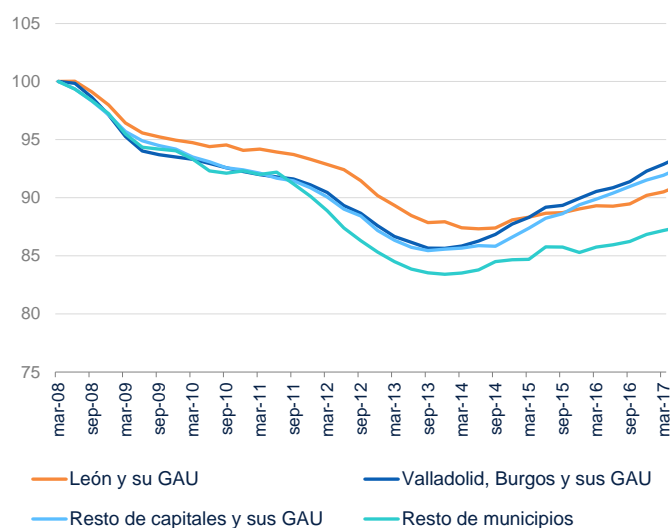
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social, Ministerio de Fomento e INE

12: Las áreas urbanas de las capitales incluyen la capital de la provincia y algunos municipios limítrofes, acorde a la definición de área urbana del Ministerio de Fomento, disponible aquí: <https://goo.gl/NWJjNR>

La evolución positiva del mercado laboral, junto con un descenso en el número de parados del 13,5% CVEC en el promedio de 2016 y en un contexto de caída de la población activa (-0,2% CVEC en promedio de 2016, 2 décimas menos que en el promedio nacional), contribuyó a una **caída en la tasa media de paro de 2,4 p.p. respecto a 2015**. Así, en el **último trimestre de 2016, la tasa de desempleo se situó en el 14,9%** y, con los últimos datos disponibles, cayó de manera adicional hasta situarse en el 14% en el primer trimestre de 2017. Esta cifra, aunque se trata del mínimo alcanzado en los últimos siete años, todavía está más de 7 p.p. por encima del mínimo previo a la crisis. Esto implica que la recuperación del empleo continúa, en Castilla y León pero que es necesario intensificar el proceso de creación de puestos de trabajo.

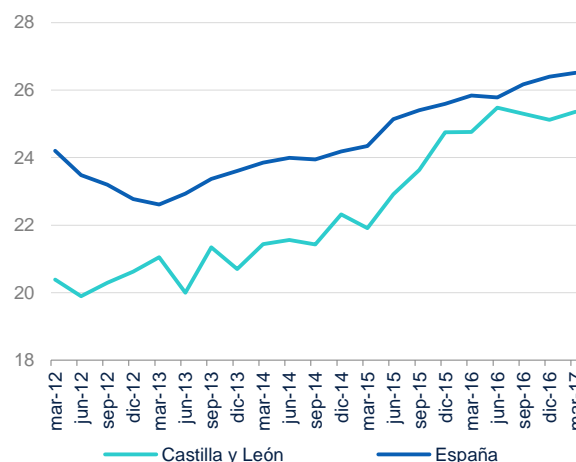
En lo que respecta a la calidad del empleo, aunque sigue siendo inferior a la tasa nacional, **la tasa de temporalidad continúa elevándose** en términos desestacionalizados y se ha situado por encima del 25% durante los últimos cuatro trimestres (véase el Gráfico 2.22). Esto supone un reto de primera magnitud puesto que dificulta la mejora de la calidad del empleo y del capital humano.

Gráfico 2.21 Afiliación por grandes áreas urbanas (GAU, 1T08=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social, INE y Fomento

Gráfico 2.22 Temporalidad en el empleo (% del total de asalariados, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

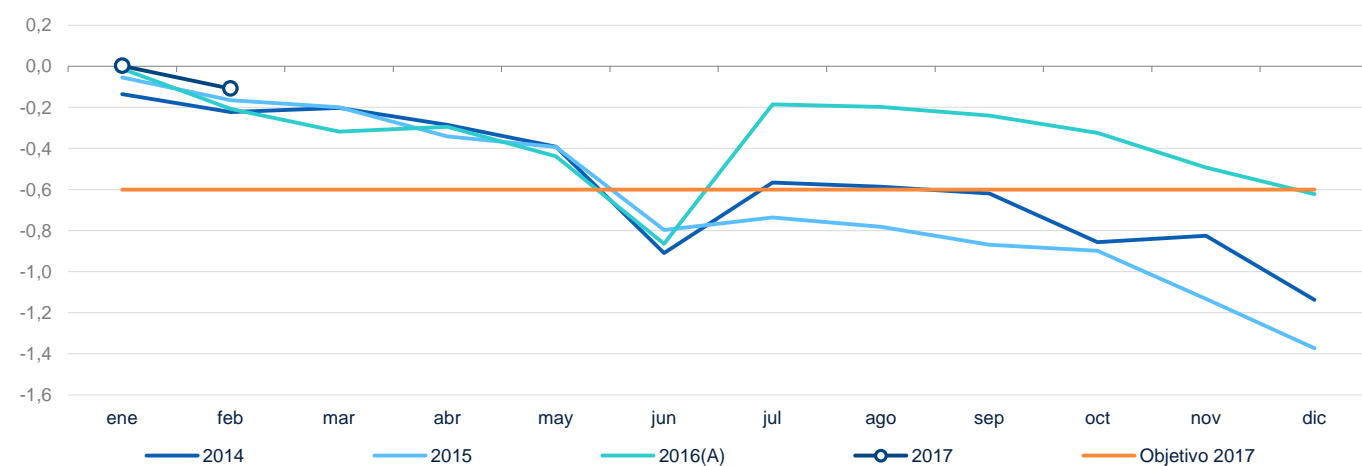
Los recursos del sistema de financiación y la contención del gasto autonómico favorecieron la consecución del objetivo de estabilidad ya en 2016

La Junta de Castilla y León cerró 2016 con un déficit del 0,6% del PIB regional, ocho décimas por debajo del observado en 2015 y cumpliendo con el objetivo de estabilidad presupuestaria (-0,7% del PIB, véase el Gráfico 2.23). El impacto positivo de la liquidación del sistema de financiación¹³ favoreció el buen comportamiento de las cuentas públicas de la Junta en 2016. Aun así, los ingresos de Castilla y León se comportaron algo peor que lo previsto a principios del año, situándose en el 14,8% del PIB regional (0,6 p.p. por debajo de la ratio observada en

13: La liquidación del sistema de financiación autonómica correspondiente a 2014 le supuso un ingreso en 2016 de 364 millones de euros, frente a los 21 millones ingresados en 2015 por la liquidación del año 2013.

2015). Por su parte el gasto, excluyendo las transferencias de la liquidación del modelo, se ajustó en prácticamente todas las partidas, pero de forma algo más intensa en los intereses.

Gráfico 2.23 Junta de Castilla y León: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB regional)



(A) Avance

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Continúa el crecimiento en Castilla y León en 2017 y 2018

En 2017 se prevé que la economía castellanoleonesa crezca un 2,8%, y que el ritmo de crecimiento se mantenga en el 2,8% en 2018, ligeramente por encima del promedio nacional en este segundo año. **Esto permitiría la creación de 40 mil empleos en estos dos años y que la tasa de paro se reduzca en 3 p.p., hasta el 11% al final de 2018.** Detrás del dinamismo de la región se encuentran diversos factores: por un lado, la demanda interna, aunque en menor medida que en 2016, continuará contribuyendo positivamente al crecimiento gracias, entre otras cosas, a la aceleración de la inversión. Además, la economía regional ha venido reflejando incrementos de productividad en sectores clave para la región, como el industrial, lo que se constituye como un elemento de soporte para el crecimiento regional futuro. Por otro lado, el sector exportador de Castilla y León se mantiene fuerte y relativamente diversificado, lo que apoyará el crecimiento de la región en un entorno de recuperación de la demanda mundial. En todo caso, la mejora de la ocupación consistente con esta evolución de la actividad continúa sin ser suficiente: a finales de 2018 se prevé que la tasa de paro será todavía 3 p.p. superior a la existente a comienzos de 2008. Pese a todo, la recuperación económica, junto con una dinámica poblacional negativa en la región, aunque algo menor que en el promedio nacional (-0,2% en Castilla y León vs -0,4% en España en 2016) permitirán que, con estas previsiones, el PIB per cápita en euros constantes sea un 7,6% superior al de entonces.

Este escenario de mejora se explica por diversos factores. Por un lado, **algunos factores externos apoyan unas buenas perspectivas para el sector exterior castellanoleonés. Por otro, la propia inercia de la economía, junto con los nuevos datos conocidos anticipan un mantenimiento del vigor del crecimiento en el primer y segundo trimestres de 2017.** En concreto, se espera que el PIB de Castilla y León mantenga en el primer semestre del año un ritmo que podría ser incluso ligeramente mejor que en el segundo del año pasado, promediando un crecimiento trimestral de 0,7%, corregidas las variaciones estacionales y de calendario.

¿Punto de inflexión en la política monetaria del BCE?

El Banco Central Europeo (BCE) ha dado muestras de su disposición a modular su postura de política monetaria en sus próximas reuniones. Si bien queda clara la **necesidad de mantener una política monetaria todavía laxa** para apuntalar los avances conseguidos hasta el momento, en la reunión de marzo **se observó cierta moderación en el tono del BCE**, que probablemente se acentuará durante los próximos meses¹⁴. En particular, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro y el incremento de la inflación, ha enviado señales que parecen haber abierto el debate sobre la estrategia de salida y la secuencia de la retirada de los estímulos. Hasta ahora, el BCE ha comunicado de forma clara que las subidas de tipos se producirían una vez finalizado el programa de compra de activos, en línea con el mismo proceso que ha seguido la Fed. Hacia delante, se espera que la autoridad monetaria comience a reducir su ritmo de compras mensuales a comienzos del próximo año (*tapering*), en un proceso que se podría dilatar hasta mediados de 2018. A finales de ese año se produciría la primera subida del tipo de interés de referencia. Una comunicación adecuada y una estrategia de salida ordenada y paulatina de las medidas extraordinarias resultarán claves a la hora de emprender el proceso de normalización sin poner en riesgo la recuperación económica.

El flujo de crédito bancario volverá a la senda de crecimiento

Hacia delante, es de esperar que el nuevo crédito comience a recuperarse. Por el lado de la demanda, la consolidación en las expectativas de actividad, tanto nacional como internacional, hace prever una tendencia positiva para la inversión empresarial y el gasto de las familias. Esto, junto con el desapalancamiento observado durante los últimos años, los bajos tipos de interés, la mejora de las carteras de crédito y el elevado nivel de liquidez, adelanta la continuación de un entorno de crecimiento en las nuevas operaciones de financiación. Por otro lado, la menor incertidumbre sobre los precios, la recuperación del mercado laboral, la reducción observada en la sobreoferta y la disponibilidad de financiación darán lugar a un impulso del crédito, incluido el sector inmobiliario.

2017: el objetivo de déficit, alcanzable manteniendo el control sobre el gasto público

De cara al presente año, el proyecto de presupuestos presentado por la Junta de Castilla y León para 2017 plantea pocas novedades respecto a las políticas de ejercicios anteriores, con un crecimiento de los ingresos algo más moderado que el que se esperaría con las entregas a cuenta contenidas en el proyecto de los PGE 2017. Por su parte, el gasto recupera algo de dinamismo, con crecimientos en todas las partidas salvo en el gasto por intereses.

En este escenario, y dado el cumplimiento del año anterior, **la Junta de Castilla y León no debería tener excesivos problemas para cerrar 2017 con un déficit cercano al objetivo de estabilidad (-0,6%)**. No obstante, deberá extremar su control sobre el crecimiento del gasto, en línea con lo observado en los dos primeros meses del año (véase el Gráfico 2.23).

14: Así, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro, eliminó de su último comunicado la frase: “[...] Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato [...]”, y enfatizó así la menor urgencia de tomar medidas adicionales. Además, el presidente de la autoridad monetaria admitió que se discutió la posibilidad de quitar del comunicado la referencia a recortes adicionales de tipos de interés (“[...] Seguimos esperando que se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado [...]”), algo que podría producirse en las próximas reuniones, como paso previo a una futura normalización.

Las exportaciones y la inversión seguirán creciendo...

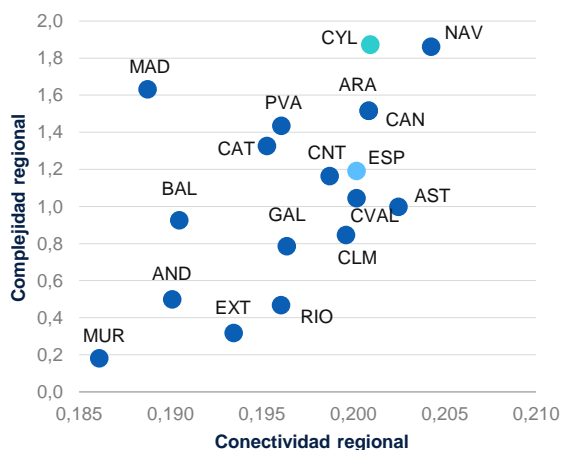
Por otro lado, el crecimiento continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. El avance del PIB global (3,3% en 2017 y 3,4% en 2018) seguirá incentivando la demanda de exportaciones castellanoleonesas, en particular, de bienes, aunque también de servicios. A pesar de los focos de incertidumbre (*brexít* y el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos), el sector exportador castellanleonés es fuerte y está relativamente diversificado, lo que supone un elemento de soporte para la economía regional. Un sector exterior más complejo e interrelacionado permitirá aprovechar mejor el empuje de la demanda mundial. En este sentido, de acuerdo con el análisis realizado por Hausmann et al (2011), las exportaciones de bienes de Castilla y León muestran una relación entre complejidad y conectividad que la sitúan entre los niveles más avanzados del país (véase el Gráfico 2.24), lo que supone un elemento de soporte para el crecimiento regional. Este elevado nivel de complejidad/conectividad implica que la mejora del entorno exterior, particularmente en los mercados emergentes (Latinoamérica) y en Europa, junto con un tipo de cambio favorable, suponga una oportunidad para volver a incrementar las ventas al exterior. Por el lado del turismo, y aunque el peso de este sector es inferior al de otras regiones de España, se beneficiará de la recuperación del mercado nacional y una menor dependencia del turismo “prestado” de destinos por razones geopolíticas, junto a unos precios del petróleo todavía reducidos (57,8 dólares por barril en promedio para 2017-2018). Por su parte, la mejora de la renta disponible y del empleo, de la confianza y de la demanda exterior anticipa que la inversión en vivienda continuará incrementándose, aunque el empuje del sector residencial será inferior.

...aunque con impactos diferenciados por regiones debido a los distintos efectos de la política monetaria, el petróleo o el *brexít*

Diversos factores justifican un impacto esperado diferenciado a nivel regional, tanto de la política monetaria y los precios del petróleo, que continuarán apoyando el crecimiento aunque con un impacto decreciente, como del efecto de la materialización de algunos riesgos, caso del *brexít*.

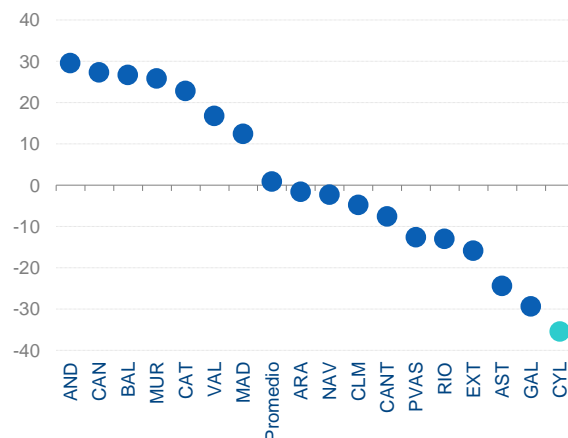
En primer lugar, los bajos tipos de interés y la política monetaria expansiva suponen, en el corto plazo, una ventaja para aquellas comunidades cuyos agentes están más endeudados y para la actividad en aquellos sectores en los que se opera con un elevado grado de apalancamiento (típicamente la inversión residencial). En este punto, el crédito a AA.PP. y otros sectores residentes, como proporción del PIB regional, se redujo en 2016 en Castilla y León hasta el 78%, desde el 132% alcanzado en 2009. De hecho, el saldo de crédito a depósitos es el más negativo de las regiones españolas. **Por ello, la región podría ser una de las CC.AA. que menos se beneficiase del mantenimiento de estas condiciones (véase el Gráfico 2.25).**

Gráfico 2.24 CC.AA.: complejidad y conectividad de las exportaciones de bienes



Fuente: BBVA Research siguiendo la metodología elaborada por Hausmann, Hidalgo et al. en The atlas of economic complexity, Harvard Kennedy School (2011)

Gráfico 2.25 Saldo entre crédito y depósitos a OSR (% sobre PIB; 4T16)



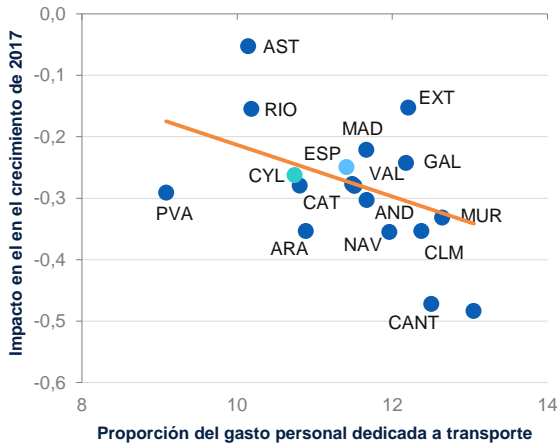
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

En segundo lugar, **el coste del crudo sigue siendo reducido respecto a lo observado en los últimos años, y por tanto, seguirá incidiendo positivamente en el crecimiento.** Con todo, los impactos previstos en caso de aumentos del mismo son diferenciados por comunidades, principalmente por la dependencia del transporte y la intensidad en el uso de este tipo de energía en la actividad productiva. Dados estos condicionantes se estima que, ante una subida del 7% en el precio del crudo, el impacto negativo para Castilla y León **puede situarse cercano a 0,3 p.p. en el año**, similar a la media nacional (véase el Gráfico 2.26).

En tercer lugar, **aunque no se esté observando aún, el *brexit* podría tener un impacto negativo a través de diversos canales** directos e indirectos. Entre los primeros, podrían reducirse las exportaciones de bienes al Reino Unido y los flujos de inversión directa provenientes del mismo. Además, a diferencia de otras regiones, el impacto en Castilla y León sobre la afluencia turística de británicos, la renta permanente de la colonia de residentes británicos o la demanda de vivienda de los mismos, como consecuencia de la posible desaceleración de la economía del Reino Unido y la depreciación de la libra es testimonial. Sin embargo, como canal indirecto está la posible desaceleración en otros países de la UE, cuya incidencia dependerá del grado de apertura exterior de cada región¹⁵. Por todo ello, a pesar de exportar bienes al mercado británico en proporción similar a la media española, **según las estimaciones de BBVA Research, la elasticidad del PIB castellanoleonés a caídas del PIB británico es una de las menores entre las regiones españolas: unas 3 décimas ante reducciones de punto y medio en el PIB británico (véase el Gráfico 2.27).**

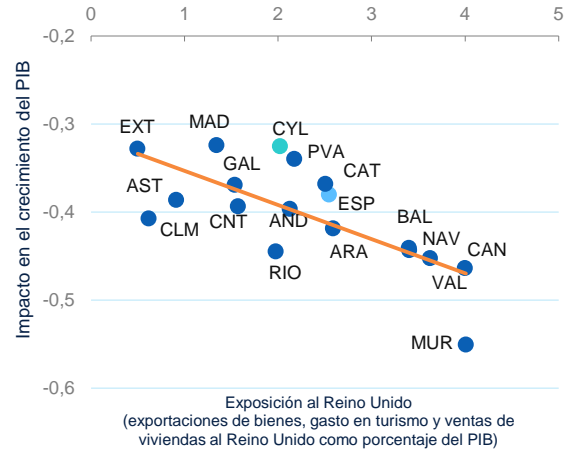
15: En 2016 el peso de las exportaciones de bienes castellanoleonés sobre el PIB se situó en el 29,3%, más de seis puntos por encima del valor para el conjunto de España.

Gráfico 2.26 Impacto de un aumento del 7% en el precio del crudo sobre el crecimiento anual del PIB (p.p., efecto sobre el crecimiento de 2017)



* Balears y Canarias se excluyen de la recta de regresión
Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

Gráfico 2.27 Impacto del *bretxit* por CC.AA: (p.p. sobre el crecimiento de un año, ante caídas de 1,5% del PIB)

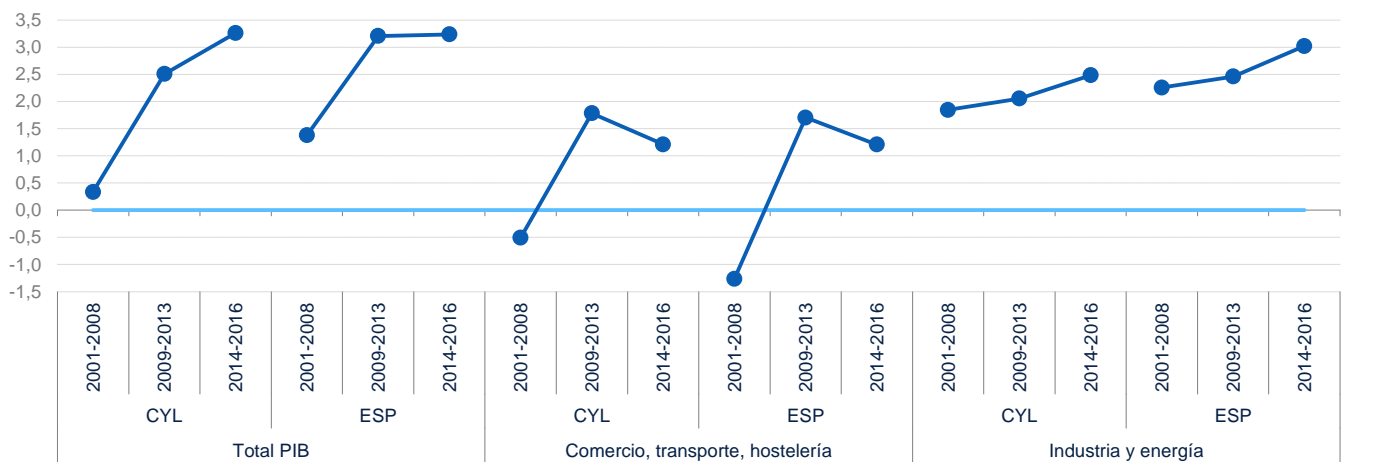


Fuente: BBVA Research

Se acelera la productividad aparente en la economía castellanoleonesa

Dada la evolución del empleo, **la productividad aparente del factor trabajo ha experimentado un crecimiento continuado en la economía de Castilla y León desde el año 2001**. Este crecimiento, que fue particularmente relevante durante la primera parte de la crisis (2009-2013) ha continuado durante la etapa de recuperación (2014-2016), cerrando el diferencial existente con el conjunto de España. Esto supone un soporte de crecimiento para la economía castellanoleonesa porque, además, también se ha producido en aquellos sectores de mayor relevancia para la economía regional y, en concreto, el industrial (véase el Gráfico 2.28).

Gráfico 2.28 Productividad aparente del factor trabajo (VAB por hora; promedio anual en cada periodo)



(A) Avance
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Se crearán cerca de 40 mil empleos y el PIB per cápita superará el nivel pre-crisis

Las previsiones de mejora del PIB para la región en los próximos dos años favorecen una evolución positiva del mercado laboral. **Así, en el escenario más probable se generarán cerca de 40 mil puestos de trabajo en el bienio 2017-2018.** Pese a esto, el empleo todavía se situará ligeramente por debajo del nivel promedio de 2008. Paralelamente, **la tasa de paro se reducirá hasta el 11% a finales de 2018**, 3 p.p. por encima de su nivel a comienzos de 2008 (véase el Gráfico 2.29).

Por su parte, la combinación de un crecimiento del PIB algo inferior al promedio nacional y una mayor caída en la población, provocaron que **Castilla y León superara ya en 2016 el nivel de PIB per cápita previo a la crisis. En términos de PIB absoluto, sin embargo, no lo alcanzará hasta 2018** (véase el Gráfico 2.31).

El escenario no está exento de riesgos

Si bien las previsiones para 2017 se corrigen al alza dado el buen comportamiento previsto del sector exterior y la inversión, los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el alcance de los cambios en la política de comercio exterior de EE.UU., así como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE tras la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (segunda ronda presidencial en Francia en mayo, y Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior. Otro riesgo a tomar en cuenta es el momento y la intensidad en el que se produzca la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. Para una economía apalancada como la española, incrementos en el coste de financiación podrían restringir los recursos disponibles para el consumo y la inversión.

A nivel doméstico, diversos factores pueden influir en la evolución de la economía regional en los próximos trimestres. Por un lado, la **desaceleración de la demanda interna podría suponer un riesgo. Además, aunque la incertidumbre sobre la política económica se ha moderado, según las estimaciones de BBVA Research podría seguir restando algunas décimas al crecimiento**¹⁶.

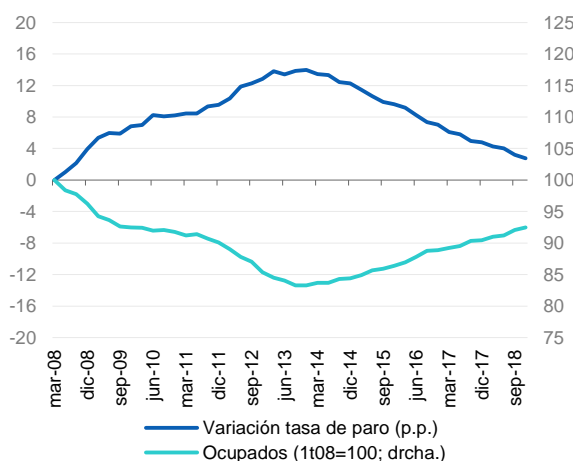
Hacia delante, será clave la capacidad de generar consensos alrededor de las medidas que se necesitan para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, de tal manera que aumente la velocidad del crecimiento y la creación de empleo. Por otro lado, aunque de momento no se aprecian efectos de segunda ronda en la inflación derivados del incremento del precio de las materias primas o del salario mínimo interprofesional (SMI), no se puede descartar que se produzcan a futuro. De materializarse, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas y al poder adquisitivo de las familias, lo que ralentizaría el crecimiento de la demanda y la creación de empleo.

16: Para más detalles véase Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2017, disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-espana-segundo-trimestre-2017/>

A este respecto, se estima que el incremento del 8% en el Salario Mínimo Interprofesional (SMI) para 2017 tendrá un efecto limitado en actividad y puestos de trabajo debido a su baja cobertura y reducida importancia en los costes laborales de las empresas. Sin embargo, si se generalizasen incrementos en las remuneraciones reales sin venir acompañados de mejoras proporcionales en la productividad, el proceso de creación de empleo podría verse negativamente afectado. Incluso si no se diese lo anterior, la subida del SMI puede reducir la probabilidad de empleo de ciertos colectivos, como los trabajadores con menor formación, los jóvenes (sin experiencia) o quienes tienen un contrato temporal. Además, el porcentaje de asalariados con un sueldo anual equivalente igual o por debajo del SMI en Castilla y León es relativamente bajo a nivel nacional (ver Gráfico 2.30), y también es algo menor, como se ha comentado, la incidencia de la temporalidad (ver Gráfico 2.22). Por tanto, los efectos mencionados anteriormente, en caso de producirse, podrían ser inferiores en la región, tanto a nivel agregado como en dichos colectivos¹⁷.

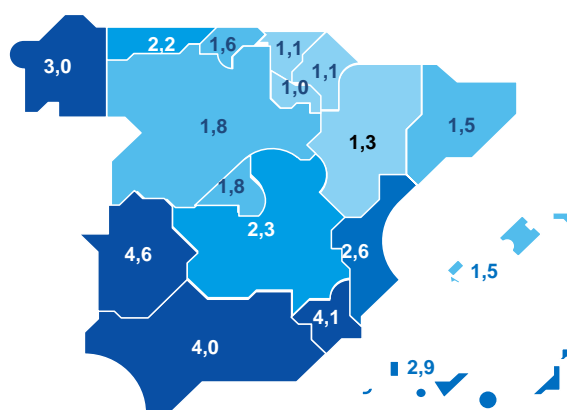
En todo caso, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía castellanoleonesa obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo. Serán de especial interés aquellas medidas encaminadas a mejorar el mercado laboral (reducir la elevada tasa de paro, especialmente entre los jóvenes, reducir la temporalidad), el capital humano y la adopción de nuevas tecnologías, que deberían permitir incrementar la productividad media del trabajo. Además, la inestabilidad geopolítica puede suponer un riesgo para las exportaciones castellanoleonesas.

Gráfico 2.29 Castilla y León: ocupados EPA y tasa de paro (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

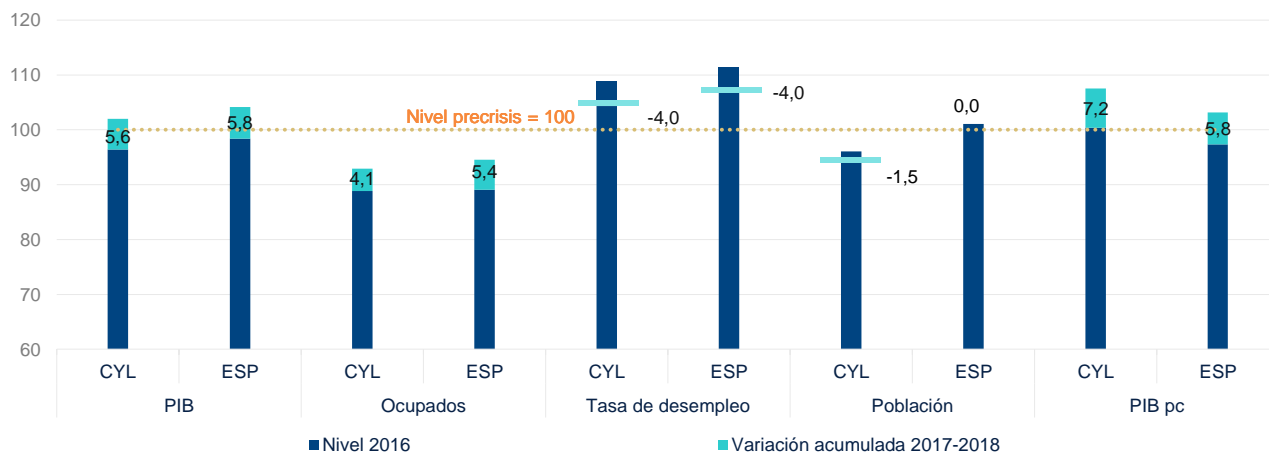
Gráfico 2.30 Asalariados con un sueldo anual equivalente por debajo del Salario Mínimo (% del total de asalariados)



Fuente: BBVA Research a partir de Muestra Continua de Vidas Laborales (Seguridad Social)

17: Véase, al respecto, el Observatorio de BBVA Research, *Repercusiones del aumento del salario mínimo en España*, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/repercusiones-del-aumento-del-salario-minimo-en-espana/>

Gráfico 2.31 PIB, empleo, tasa de paro, población y PIB per cápita. Nivel en 2016 y cambio en el bienio 2017-2018 (Nivel pre crisis=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2.3 Crecimiento del PIB por CC.AA. (tasas de variación anual en %)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Andalucía	2,8	2,8	3,1	2,7
Aragón	2,4	2,7	2,8	2,8
Asturias	2,7	1,9	2,2	2,4
Balears	2,3	3,8	4,0	2,9
Canarias	2,0	3,5	3,5	2,8
Cantabria	2,6	2,3	2,2	2,4
Castilla y León	2,5	3,3	2,8	2,8
Castilla-La Mancha	2,8	3,1	3,1	2,9
Cataluña	3,7	3,5	3,0	2,7
Extremadura	2,1	2,0	2,3	2,4
Galicia	3,2	3,4	2,9	2,7
Madrid	3,6	3,7	3,4	2,9
Murcia	3,7	3,1	2,9	2,5
Navarra	3,1	2,9	3,0	2,9
País Vasco	3,6	2,8	2,8	2,9
La Rioja	2,7	1,5	2,9	2,7
C. Valenciana	3,6	3,3	3,0	2,6
España	3,2	3,2	3,0	2,7

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de mayo de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 2.4 Crecimiento del empleo EPA por CC.AA. (tasas de variación anual en %)

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Andalucía	5,0	2,4	3,6	3,4
Aragón	4,2	2,3	1,6	1,7
Asturias	-0,1	2,7	3,0	1,4
Balears	5,7	4,2	2,9	2,9
Canarias	6,7	3,2	3,1	3,4
Cantabria	1,0	3,0	3,9	1,9
Castilla y León	2,0	2,8	2,0	2,0
Castilla-La Mancha	2,3	3,2	3,5	2,3
Cataluña	1,5	3,5	3,2	3,5
Extremadura	0,8	1,9	1,3	1,5
Galicia	1,9	2,3	0,9	0,9
Madrid	3,6	0,9	1,5	2,3
Murcia	-0,1	6,1	4,4	3,2
Navarra	0,7	1,2	2,7	1,7
País Vasco	1,4	2,8	0,7	1,3
La Rioja	1,7	1,7	2,2	1,9
C. Valenciana	4,0	3,2	3,0	2,9
España	3,0	2,7	2,6	2,6

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de mayo de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Análisis de la situación económica de Castilla y León a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Primer trimestre de 2017¹⁸

Los resultados de la encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al primer trimestre de 2017 son consistentes con una economía castellanoleonesa que mantuvo su crecimiento, junto con una recuperación de las expectativas de cara al próximo trimestre. Los datos de esta oleada, realizada a finales de marzo de 2017, se ubican claramente por encima de los de los últimos 5 trimestres y son similares a los de 3T15. Aun así, son más moderados que los resultados del primer semestre de 2015, que fijaron los máximos históricos.

En la visión sobre la actividad en el trimestre corriente predomina claramente la estabilidad, acorde a tres de cada cuatro encuestados, pero un 15% observa aumentos de la misma. Así se alcanza un saldo neto de respuesta¹⁹ de 5 puntos, positivo tras 5 trimestres en negativo (véase el Gráfico R1.1). Este resultado superan en más de 20 p.p. el del trimestre pasado y el

de hace un año, aunque se encuentra lejos de los máximos históricos observados en 1S16. Los eventos geopolíticos ocurridos en el último año (las dos convocatorias electorales en España, el resultado del referéndum del *brexit* o la elección de Trump en EE.UU., junto con el propio repunte del precio del petróleo) podrían estar detrás del empeoramiento de expectativas observado en 2016 que, sin embargo, no ha coincidido con un retroceso de la actividad económica.

Superada en parte la incertidumbre de los factores anteriores, otro tanto ocurre con los resultados de expectativas, con una **visión más positiva de cara al 2T17²⁰, y que se ubican claramente en positivo** (+26 p.p. de saldo neto, véase el Cuadro R1.1). Ello es consistente con la previsión de BBVA Research de que el crecimiento continuará por encima de su promedio histórico en la región, enlazando el cuarto año consecutivo de crecimiento en 2017.

Todos los indicadores parciales siguen mostrando resultados positivos en cuanto a saldos netos de respuesta. Sin embargo, pocos superan un saldo neto del 10%. Sólo los indicadores de demanda exterior (turismo y exportaciones), precios o algunos industriales (producción y cartera de pedidos) superan dicho umbral, junto con el empleo en el sector servicios (+18%). El resto de indicadores, en particular de empleo

18: La Encuesta BBVA se realiza trimestralmente, desde 3T11, entre los empleados de la red de oficinas BBVA en la región. Para más detalle sobre el funcionamiento de la Encuesta, véase: Situación España Recuadro 1, Encuesta BBVA de Actividad Económica. Una herramienta de seguimiento temprano del pulso de la economía. Situación España, 2º trimestre de 2014, disponible aquí; <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

19: El saldo neto de respuestas extremas se obtiene como diferencia entre el porcentaje de respuestas de los usuarios que consideran que la actividad evolucionó al alza menos los que consideran que lo hizo a la baja.

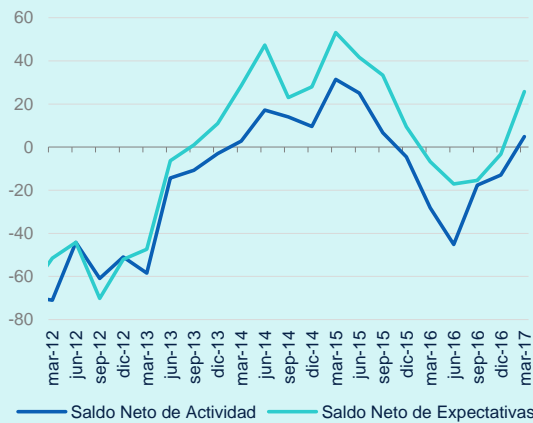
20: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

Recuadro1

y de inversión, muestran saldos netos positivos, pero modestos.

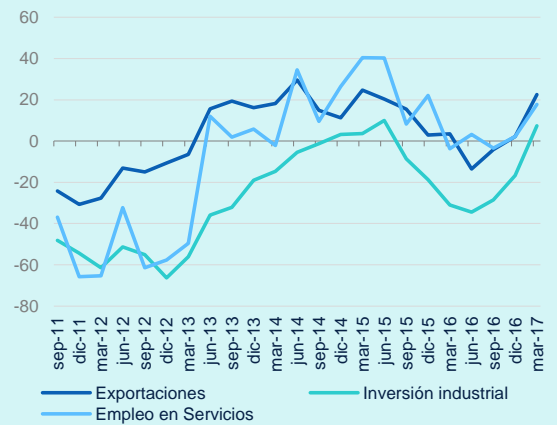
En síntesis, los resultados de **la encuesta BBVA de Actividad Económica confirman que la economía castellanoleonesa mantiene un crecimiento positivo estable, con señales positivas en el conjunto de sectores, especialmente, los relacionados con la demanda exterior.**

Gráfico R.1.1 Castilla y León: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2 Encuesta BBVA de Actividad Económica en Castilla y León. Saldos de respuestas (%). Variables seleccionadas del sector servicios



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1 Encuesta BBVA de Actividad Económica en Castilla y León. Resultados generales (%)

	1º Trimestre 2017				4º Trimestre 2016				1º Trimestre 2016			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
Actividad Económica	15	76	10	5	12	63	25	-13	12	48	40	-28
Perspectiva para el próximo trimestre	27	71	2	26	15	67	18	-3	13	68	19	-7
Producción industrial	18	77	5	13	14	70	16	-2	8	65	27	-20
Cartera de pedidos	21	73	6	15	11	71	18	-8	9	55	36	-26
Nivel de stocks	13	82	5	8	4	82	14	-10	1	74	25	-24
Inversión en el sector primario	14	81	5	9	13	72	15	-3	9	74	18	-9
Inversión industrial	13	81	6	7	4	76	20	-17	6	56	37	-31
Inversión en servicios	19	69	11	8	22	61	17	4	17	53	30	-13
Nueva construcción	18	63	18	0	20	57	23	-3	13	58	29	-16
Empleo industrial	14	76	10	3	13	70	17	-4	5	55	39	-34
Empleo en servicios	27	63	10	18	23	57	21	2	17	62	21	-4
Empleo en construcción	18	66	16	2	16	58	26	-10	4	70	26	-22
Precios	21	76	3	18	18	74	8	11	6	77	17	-11
Ventas	18	68	15	3	24	52	25	-1	12	56	33	-21
Turismo	39	58	3	35	45	46	9	37	34	56	9	25
Exportaciones	26	71	3	23	12	78	10	2	16	71	13	4

(*) Saldo de respuestas extremas.
Fuente: BBVA

3. La financiación regional en Alemania y en España: una perspectiva comparada

Ángel de la Fuente²¹ - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC). Marzo de 2017

En un estudio reciente elaborado por de la Fuente, Thöne y Kastrop (2016) se ofrece una **comparación detallada entre los sistemas de financiación regional alemán y español y sus resultados financieros, así como una valoración de los mismos dentro del marco de los principios generales de la teoría del federalismo fiscal**. El trabajo fue preparado a instancias de BBVA Research con el objetivo de extraer del análisis de la experiencia de ambos países algunas lecciones que puedan resultar de utilidad para mejorar sus respectivos sistemas. La presente nota resume muy brevemente los principales resultados del trabajo citado y profundiza en el análisis desde la óptica de la comunidad autónoma de Castilla y León, ofreciendo algunos datos que permiten hacerse una idea de cómo le habría ido bajo el sistema alemán en lugar del español. Un resumen más extenso del trabajo se ofrece en de la Fuente (2016).

Dos sistemas con muchas cosas en común pero también con diferencias importantes

El estudio muestra **que los sistemas de financiación regional alemán y español tienen muchos elementos comunes, algunos de los cuales resultan poco deseables, comenzando por un exceso de complejidad y falta de transparencia**, y por una cierta arbitrariedad en el reparto de recursos entre regiones.

Ambos países parten de un reparto bastante similar de recursos tributarios entre el Gobierno Central y las administraciones regionales (comunidades autónomas en España y estados federados o *Länder* en Alemania) que se reparten a partes aproximadamente iguales los rendimientos de los principales impuestos. Tanto en Alemania como en España, el IRPF y el IVA son impuestos compartidos, mientras que patrimonio, sucesiones, los tributos sobre el juego y el impuesto sobre transmisiones patrimoniales están cedidos a las regiones. La principal diferencia es que en Alemania los rendimientos de los impuestos especiales corresponden al Gobierno Federal y el impuesto de sociedades se comparte con las regiones mientras que en España es al revés. **Este reparto inicial se ve después modificado por la aplicación de distintos mecanismos de nivelación** cuyo objetivo teórico (no siempre cumplido) es el de reducir las diferencias iniciales de recursos entre territorios mediante diversas transferencias horizontales (entre regiones) y verticales (de la administración central hacia las regiones). En ambos casos, **lo que se busca nivelar es la financiación por habitante ajustado o por unidad de necesidad**, teniendo en cuenta los costes diferenciales de provisión de los servicios de titularidad regional en los distintos territorios.

También existen algunas diferencias importantes entre los dos países. Una de ellas es que la capacidad normativa sobre los principales impuestos está mucho más centralizada en Alemania que en España.

21: Agradezco los comentarios y sugerencias de Pep Ruiz.

Mientras que en nuestro país las comunidades autónomas pueden fijar con pocas restricciones las escalas de gravamen de los tributos que les han sido cedidos totalmente y la del tramo autonómico del IRPF, en Alemania los impuestos más importantes se regulan en todo el país por una normativa uniforme dictada por la Federación, si bien ésta ha de ser ratificada por la cámara alta del Parlamento alemán o *Bundesrat*, que está integrada por delegaciones de los gobiernos de los estados. Así pues, aunque los *Länder* tienen una autonomía fiscal muy reducida cuando actúan de forma individual, colectivamente tienen una gran influencia sobre la normativa tributaria.

También es muy distinta en los dos países la distribución de responsabilidades recaudatorias entre la administración central y las administraciones regionales. En España las comunidades autónomas sólo gestionan directamente una parte de los tributos menores que tienen cedidos totalmente y es la Agencia Tributaria estatal la que recauda los grandes impuestos compartidos así como el Impuesto de Sociedades que es de titularidad exclusiva del Estado (fuera de las regiones forales). En Alemania, por el contrario, la Agencia Tributaria Federal sólo recauda los Impuestos Especiales, los aranceles y el IVA que grava las importaciones, y son los *Länder* los que gestionan el IRPF, Sociedades y el IVA sobre operaciones interiores. En buena medida, sin embargo, las agencias tributarias regionales alemanas actúan como agentes de la Federación y, como tales, están sujetas a la normativa, supervisión e instrucciones de la misma y han de contar con su aprobación para determinados nombramientos directivos.

Una tercera diferencia de interés entre los dos sistemas tiene que ver con el cálculo de la población ajustada o necesidades de gasto. En el caso español, la población regional se ajusta antes de realizar los cálculos que exige el sistema de financiación utilizando una fórmula relativamente sencilla que incorpora las principales variables demográficas y geográficas que afectan a la demanda de los servicios públicos gestionados por las comunidades autónomas o a sus costes unitarios -- esto es, la estructura por edades de la población, la extensión territorial, la dispersión de la población y la insularidad. En el caso alemán, el cálculo de las necesidades de gasto es muy simple pero también muy *ad-hoc*. La corrección que se introduce a la población alemana favorece enormemente a las ciudades estado de Hamburgo, Bremen y Berlín, cuya población se multiplica por 1,35 con el muy discutible argumento de que esto resulta necesario para compensar los elevados costes de provisión de los servicios públicos que existen en las zonas densamente pobladas. Para algunas otras regiones se introducen también correcciones menores con el argumento contrario: se trataría de compensar los elevados costes de prestar servicios públicos en territorios con baja densidad de población.

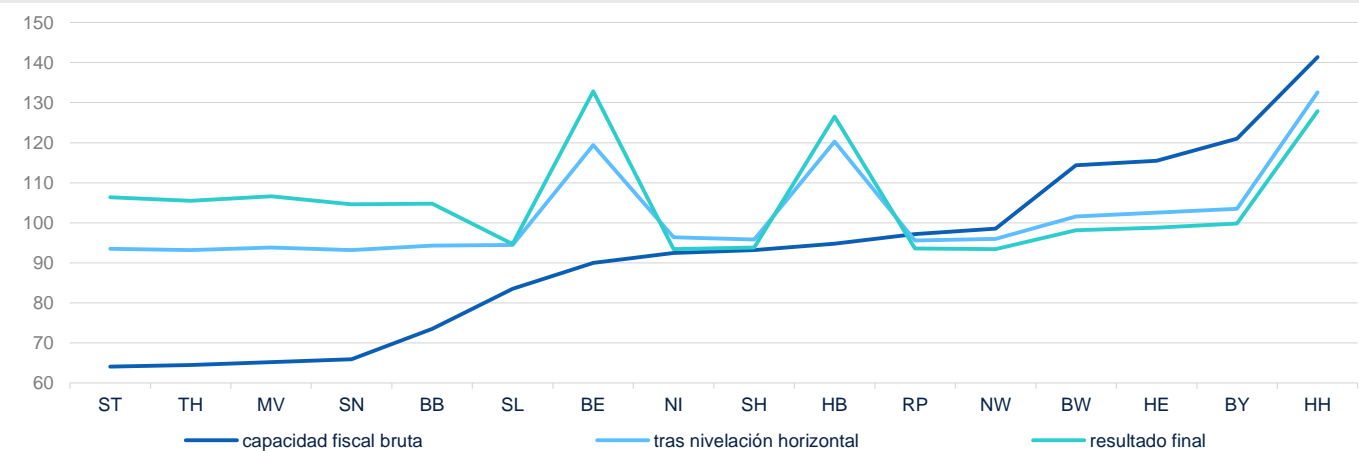
La última diferencia importante tiene que ver con el diseño de las transferencias verticales. En España, éstas se canalizan a través de una confusa maraña de fondos que se reparten con criterios muy diversos y en ocasiones contradictorios, lo que hace que se traduzcan en un fuerte aumento de la desigualdad y en la introducción de cambios aparentemente aleatorios en la ordenación de las regiones de acuerdo con su financiación por habitante. **En Alemania, existen también varios tipos de transferencias verticales, pero con un diseño algo más ordenado.** Las transferencias ordinarias sirven para llevar prácticamente hasta la media a aquellos estados que se hayan quedado por debajo de esta referencia tras la aplicación del mecanismo de nivelación horizontal. Seguidamente, el *Bund* o Federación realiza transferencias adicionales para cubrir ciertas necesidades especiales de algunos *Länder*.

Los principales beneficiarios de estas transferencias son los nuevos estados de la antigua Alemania del Este, que reciben fondos federales suplementarios para ayudar a superar el fuerte atraso existente en materia de infraestructuras y para compensar una capacidad financiera municipal desproporcionadamente baja y unas tasas de desempleo relativamente altas. El volumen de estas ayudas, sin embargo, se ha fijado desde el principio con un perfil decreciente con el paso del tiempo.

Los resultados financieros de los dos sistemas

Los Gráficos 3.1 y 3.2 resumen los resultados de los sistemas alemán y español de financiación regional en 2014. En cada gráfico se muestra cómo cambia la financiación relativa de los distintos territorios según se van aplicando los sucesivos mecanismos de nivelación horizontal y vertical del sistema, partiendo de los ingresos tributarios asignados en primera instancia a cada territorio (su *capacidad fiscal bruta*). En España se trabaja con datos de financiación por habitante ajustado mientras que en Alemania se utiliza la financiación por habitante sin ajustar porque, como ya se ha indicado, el cálculo de la población ajustada se realiza con un criterio muy discutible. En ambos casos, se trabaja con índices per cápita o per cápita ajustada que toman como referencia el promedio nacional (que se normaliza a 100 para cada variable).

Gráfico 3.1 Financiación por habitante tras la aplicación de distintos elementos del sistema. Alemania, 2014

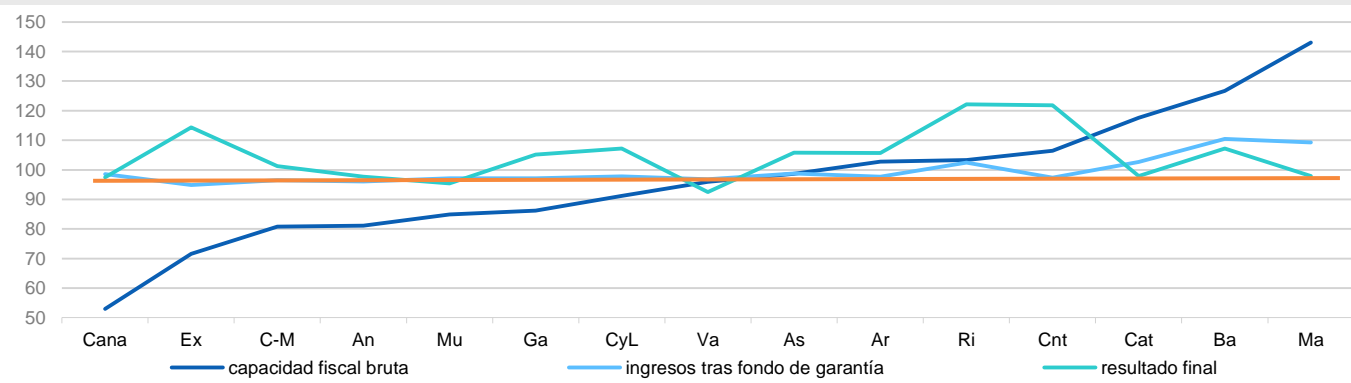


Fuente: De la Fuente, A.

Como se observa en los gráficos, **ambos sistemas generan reducciones muy significativas de las disparidades iniciales en ingresos tributarios per cápita e introducen cambios importantes en el ranking regional en términos de recursos per cápita** (o per cápita ajustada). Partiendo de niveles iniciales de desigualdad similares en ambos países, el sistema español consigue un grado significativamente mayor de nivelación, eliminando un 62% de las disparidades iniciales frente al 43% de Alemania. La principal razón es la distorsión que introduce el peculiar sistema alemán de cálculo de la población ajustada, que reduce el impacto redistributivo del sistema e introduce un elemento importante de arbitrariedad que favorece a las ciudades-estado. En el caso español, la principal fuente de arbitrariedad dentro del régimen común es, como hemos visto, la asignación de las transferencias verticales, que

carece de una lógica clara. Este componente del sistema también aumenta muy significativamente el nivel de desigualdad entre regiones en vez de contribuir a la nivelación como cabría esperar.

Gráfico 3.2 Financiación por habitante ajustado a competencias homogéneas e igual esfuerzo fiscal tras la aplicación de distintos elementos del sistema



Fuente: De la Fuente, A.

Algunas conclusiones

Quizás sorprendentemente, **el análisis sugiere que los beneficios derivados de la adopción de los mejores elementos del sistema ajeno serían mayores para Alemania que para España porque nuestro país ofrece un grado mucho mayor de autonomía tributaria a las regiones**, utiliza criterios más razonables para calcular sus necesidades de gasto y ha sido capaz de evitar que un grado elevado de redistribución genere incentivos perversos para la formulación y gestión de la política tributaria mediante un adecuado diseño técnico del sistema y el mantenimiento en manos de la agencia tributaria central de la recaudación del grueso de los ingresos tributarios del país.

Las principales lecciones para España tienen que ver con la necesidad de establecer criterios claros y consistentes de reparto para las transferencias verticales, especialmente cuando tales transferencias alteran la ordenación de las comunidades autónomas en términos de financiación, así como con las ventajas de establecer períodos de transición tan largos como sea necesario pero que eviten la tendencia a la congelación indefinida de la distribución de recursos que caracteriza al modelo español. Tanto el sistema de financiación alemán como el español establecen transferencias federales hacia ciertos territorios que alteran la ordenación original de los mismos en términos de recursos tributarios por habitante o por habitante ajustado. Pero mientras que en el caso español tales transferencias no siguen un criterio claro y tienen además una enorme inercia que lleva a congelar el *statu quo*, en el caso alemán los criterios son más claros (básicamente, ayudar a los nuevos estados del Este a superar sus desventajas de partida) y las transferencias nacen ya con un perfil decreciente prefijado sobre un período relativamente largo de tiempo.

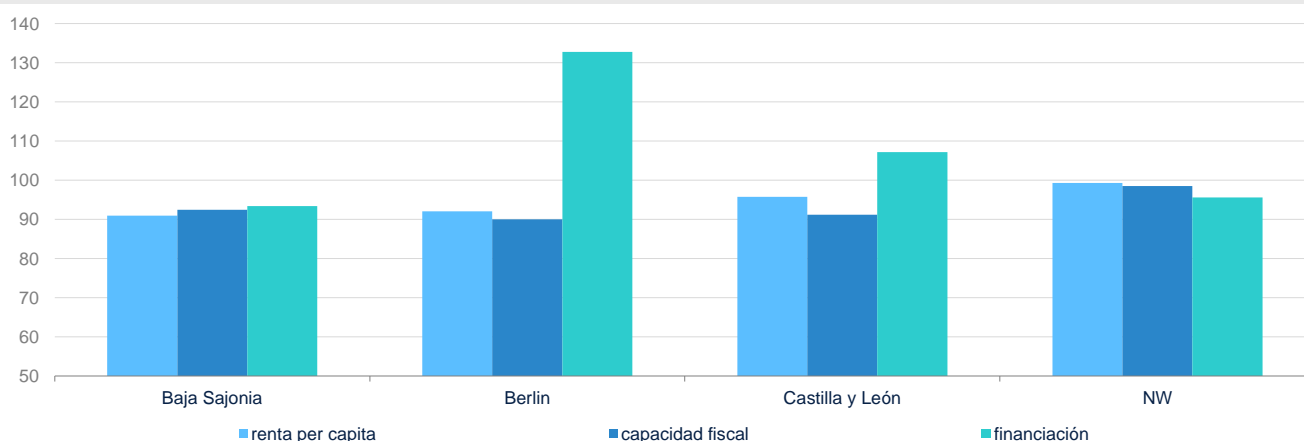
Aunque el trabajo no llega a ofrecer recomendaciones detalladas de cara a la próxima reforma del sistema, su análisis sugiere que sería muy aconsejable simplificar los criterios de reparto de las transferencias verticales, eliminando los actuales Fondos de Convergencia y el Fondo de Suficiencia e integrando sus recursos actuales en un

único Fondo de Nivelación Vertical que sirva para mitigar en la medida de lo posible la desigualdad en términos de financiación por habitante ajustado que pueda persistir tras la aplicación de la nivelación horizontal que genera el actual Fondo de Garantía.

¿Cómo nos trataría el sistema alemán? El caso de Castilla y León

¿Qué pasaría si aplicásemos el sistema alemán a las regiones españolas? A esta pregunta no puede dársele una respuesta exacta porque hay elementos del sistema de financiación alemán que no son directamente trasladables al caso español. Dos ejemplos importantes son las transferencias específicas a los nuevos estados del Este para reducir sus déficits de infraestructuras y el sistema ad-hoc que se utiliza para ajustar la población de las ciudades estado.

Gráfico 3.3 Renta, capacidad fiscal y financiación relativas (las dos últimas por habitante ajustado en España y por habitante en Alemania) Castilla y León vs. Baja Sajonia, Berlín y Renania del Norte-Westfalia (NW) en 2014



Fuente: De la Fuente, A.

Pese a ello, Pese a ello, **resulta informativo comparar el índice observado de financiación de cada comunidad autónoma española con el correspondiente a aquellos estados alemanes que más se le parecen en términos de renta per cápita.** El Gráfico 3.3 resume la información relevante para el caso de Castilla y León. La comunidad contaba en 2014 con un nivel de renta per cápita relativa de 96 (con la media española sin las forales igual a 100). Esto le situaba ente los estados alemanes de Baja Sajonia y Berlín por un lado (con índices de 91 y 92) y Renania del Norte-Westfalia (NW) por el otro (con 99). La situación es también bastante similar en términos de capacidad fiscal bruta.

Examinando los índices de financiación, finalmente, vemos que **Castilla y León está claramente por encima de dos de los tres estados alemanes considerados**, con un índice de financiación de 107, frente a 93 en Baja Sajonia y de 96 en NW. Así pues, vemos que **el sistema español trata a Castilla y León mucho mejor de lo que el sistema alemán trata a los Länder que más se le parecen en términos de renta y capacidad fiscal.** Como cabría esperar, Berlín es la excepción a esta norma con un índice de 133. Esta situación se debe al tratamiento especial que, como hemos visto, se otorga a las ciudades-estado en el sistema de financiación alemán.

Referencias

de la Fuente, A., M. Thöne y Ch. Kastrop (2016). “Regional Financing in Germany and Spain: Comparative Reform Perspectives.” BBVA Research, Working Paper no. 16-04, Madrid.

<https://www.bbvaresearch.com/en/publicaciones/regional-financing-in-germany-and-spain-comparative-reform-perspectives/>

de la Fuente, A. (2016). “La financiación regional en Alemania y en España: Una perspectiva comparada.» BBVA Research, Working Paper no. 16/18, Madrid.

<https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2016/11/WP16-18.pdf>

4. Cuadros

Cuadro 4.1 Principales indicadores de coyuntura de la economía de Castilla y León (%)

	2016		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, CVEC)		
	Castilla y León	España	Castilla y León	España	Castilla y León	España	Último mes
Ventas Minoristas	3,3	3,7	-1,4	0,0	1,5	0,6	mar-17
Matriculaciones	8,7	12,4	6,3	9,4	7,7	2,9	mar-17
IASS	2,3	4,2	3,9	6,5	-0,4	1,5	feb-17
Viajeros Residentes (1)	4,3	4,1	-4,5	-4,5	-0,4	-0,2	mar-17
Pernoctaciones Residentes (1)	4,3	3,2	-8,1	-11,4	-1,4	1,5	mar-17
IPI	5,0	1,6	-1,8	4,9	-3,8	0,2	mar-17
Visados de Viviendas	13,6	31,5	30,6	7,3	-2,0	-0,1	feb-17
Transacciones de viviendas	9,8	13,7	19,7	15,0	17,8	6,3	mar-17
Exportaciones Reales (2)	11,3	3,7	0,1	12,2	1,7	-2,1	feb-17
Importaciones Reales (2)	0,5	2,6	8,8	8,6	2,0	-0,4	feb-17
Viajeros Extranjeros (3)	7,9	9,6	0,7	6,6	-5,9	0,1	mar-17
Pernoctaciones Extranjeros (3)	8,2	9,4	1,7	3,1	-5,7	-0,2	mar-17
Afiliación a la SS	1,7	3,0	2,2	3,5	0,2	0,5	abr-17
Paro Registrado	-9,6	-8,6	-10,7	-9,9	-1,2	-1,4	abr-17

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

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

Cuadro 4.2 UEM: previsiones macroeconómicas (a/a) (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB a precios constantes	1,2	1,9	1,7	1,7	1,7
Consumo privado	0,8	1,8	1,9	1,4	1,4
Consumo público	0,6	1,3	1,8	1,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	1,5	3,0	2,5	2,5	3,0
Inventarios (*)	0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Demanda interna (*)	1,2	1,7	1,9	1,6	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	4,4	6,3	2,7	3,9	3,5
Importaciones (bienes y servicios)	4,9	6,3	3,4	4,0	3,6
Demanda externa (*)	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,1
Precios					
IPC	0,4	0,0	0,2	1,8	1,6
IPC subyacente	0,9	0,8	0,8	1,1	1,5
Mercado laboral					
Empleo	0,6	1,0	1,3	1,1	1,0
Tasa desempleo (% población activa)	11,6	10,9	10,0	9,5	9,1
Sector público					
Déficit (% PIB)	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Deuda (% PIB)	92,0	90,4	89,6	88,4	86,4
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,5	3,2	3,3	3,0	2,9

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.3 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EEUU	2,4	2,6	1,6	2,3	2,4
Eurozona	1,2	1,9	1,7	1,7	1,7
Alemania	1,6	1,5	1,8	1,7	1,6
Francia	0,7	1,2	1,1	1,4	1,5
Italia	0,2	0,6	1,0	1,0	1,2
España	1,4	3,2	3,2	3,0	2,7
Reino Unido	3,1	2,2	1,8	1,7	1,3
Latam *	0,8	-0,3	-1,5	1,1	1,8
México	2,3	2,6	2,1	1,6	2,0
Brasil	0,5	-3,8	-3,6	0,9	1,8
Eagles **	5,4	4,7	4,8	4,9	5,0
Turquía	5,2	6,1	2,9	3,0	4,5
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,5	5,2	5,1
Japón	0,2	1,2	1,0	0,8	0,9
China	7,3	6,9	6,7	6,3	5,8
Asia (ex. China)	4,2	4,5	4,5	4,2	4,5
Mundo	3,5	3,3	3,1	3,3	3,4

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

(p): previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4 Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EEUU	2,53	2,13	1,84	2,60	2,84
Alemania	1,22	0,52	0,13	0,58	1,21

(p): previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
USD-EUR	0,75	0,90	0,90	0,93	0,88
EUR-USD	1,33	1,11	1,11	1,07	1,13
GBP-USD	1,65	1,53	1,35	1,23	1,28
USD-JPY	105,82	121,07	108,82	118,00	126,00
USD-CNY	6,14	6,23	6,64	7,01	7,50

(p): previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.6 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EEUU	0,25	0,50	0,75	1,50	2,00
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,00	0,25
China	5,60	4,35	4,35	4,35	4,10

(p): previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.7 España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Actividad					
PIB real	1,4	3,2	3,2	3,0	2,7
Consumo privado	1,6	2,8	3,2	2,5	2,4
Consumo público	-0,3	2,0	0,8	1,0	2,0
Formación Bruta de Capital	3,8	6,0	3,1	3,3	4,5
Equipo y Maquinaria	8,3	8,9	5,0	3,6	4,4
Construcción	1,2	4,9	1,9	2,8	4,2
Vivienda	6,2	3,1	3,7	4,3	5,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,9	3,3	2,8	2,3	2,6
Exportaciones	4,2	4,9	4,4	5,8	5,0
Importaciones	6,5	5,6	3,3	4,2	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,1	0,4	0,7	0,1
PIB nominal	1,1	3,7	3,6	5,1	5,3
(Miles de millones de euros)	1037,0	1075,6	1113,9	1170,7	1232,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	1,2	3,0	2,7	2,6	2,6
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,3	15,6
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	1,1	3,0	2,9	2,4	2,2
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	2,1	1,9
IPC (fin de periodo)	-1,0	0,0	1,6	1,4	1,9
Deflactor del PIB	-0,3	0,5	0,3	2,1	2,5
Remuneración por asalariado	0,0	0,4	0,0	0,7	1,8
Coste laboral unitario	-0,3	0,2	-0,4	0,1	1,2
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,4	1,9	1,8	1,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	100,4	99,8	99,3	97,8	95,0
Saldo AA.P.P. (% PIB)	-5,9	-5,1	-4,3	-3,1	-2,1
Hogares					
Renta disponible nominal	0,9	1,9	2,8	3,6	4,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,1	8,4	8,4	7,5	7,9

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

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

Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

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

Abreviaturas

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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Álvaro Flores

alvaro.flores.alonso@bbva.com

+34 91 757 52 78

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Antonio Marín

antonio.marin.campos@bbva.com

+34 648 600 596

Myriam Montañez

miriam.montanez@bbva.com

+34 638 80 85 04

Matías José Pacce

matias.pacce@bbva.com

+34 647 392 673

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Camilo Rodado

camilo.rodado@bbva.com

+34 91 537 54 77

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia

le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

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