

Situación Comunitat Valenciana

Primer Semestre 2012
Análisis Económico

- **España: de expectativas de crecimiento moderado a la recesión.**
- **Con un importante proceso de consolidación fiscal por delante,** la Comunitat Valenciana verá reducido su crecimiento más que la media nacional.
- **La reforma del mercado laboral,** una oportunidad para reducir la mayor sensibilidad del mercado laboral valenciano al ciclo económico.
- **Una mayor internacionalización de la economía,** clave para que la Comunitat Valenciana aproveche las oportunidades de crecimiento.

Índice

| | |
|--|----|
| 1. Resumen..... | 3 |
| 2. Entorno global y economía española..... | 5 |
| 3. La Comunitat Valenciana en la encrucijada | 10 |
| 4. Crecimiento económico y desempleo en la Comunitat Valenciana..... | 20 |
| 5. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de la Comunitat Valenciana | 27 |
| 6. Cuadros..... | 32 |

Fecha de cierre: 22 de marzo de 2012

1. Resumen

El crecimiento económico mundial se redujo de manera intensa durante los últimos trimestres de 2011, como resultado de una Europa que se resiente por la persistencia de las tensiones financieras, y de unas economías emergentes que llevan a cabo políticas más restrictivas diseñadas para evitar su sobrecalentamiento. Pese a ello, se seguirá observando un dinamismo relevante en las economías emergente y, por tanto, la economía mundial seguirá mostrando un fuerte crecimiento, en el entorno del 3,5%.

A la incertidumbre externa, la economía española debe sumar la corrección en marcha de sus desequilibrios estructurales, además del impacto coyuntural relacionado con la caída de la confianza, la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, la expectativa de un ajuste fiscal más intenso en 2012 como consecuencia del incumplimiento de los objetivos fiscales en 2011 o el deterioro de la actividad y, especialmente, del empleo. Incluso con ese incumplimiento, en 2011 la economía española logró un crecimiento anual promedio del 0,7%, aunque durante 2012 sufrirá una contracción del 1,3%.

La credibilidad y la potencia de las reformas en marcha será clave para poder cambiar este escenario. En la medida en que estas reformas sean percibidas como cambios estructurales positivos, podrían facilitar que la recuperación futura sea más potente y sostenible.

Esta misma situación vivida a nivel nacional se repitió a nivel regional, aunque en el caso de la economía valenciana, los desequilibrios diferenciales han potenciado que el ajuste esté siendo más intenso. Así, se estima que la Comunitat Valenciana habría experimentado un crecimiento del 0,6% en 2011 (una décima por debajo de la media nacional), pero tanto para 2012 como para 2013 las perspectivas son de un mayor ajuste. La economía de esta región podría experimentar una contracción del 2,2% en 2012, y una muy leve recuperación, del 0,2%, en 2013.

Esta revista analiza los principales aspectos que subyacen a esta previsión. En primer lugar, y como corresponde a un primer número de una nueva publicación, se analizan los desequilibrios que han situado a la economía valenciana en la posición en la que se encuentra, y las razones de sus diferencias con la corrección experimentada por el conjunto nacional. Por el lado del sector privado, el mayor peso del sector inmobiliario en el periodo de expansión está llevando a una corrección más intensa en la actividad en el periodo de crisis, que afecta también en mayor medida al mercado laboral. Adicionalmente, el apalancamiento de los agentes privados también fue superior, lo que implica, en el momento del ajuste, una mayor carga financiera y una menor capacidad de recurrir a nuevo endeudamiento para amortiguar el efecto de las caídas de renta disponible sobre el consumo, lo que acrecienta el ajuste al que se ve sometida la demanda interna.

Por el lado del sector público, el nivel de endeudamiento y de déficit alcanzados a final de 2011 sitúan a la Comunitat Valenciana como una de las que debe realizar más esfuerzos de ajuste. Las recientes facilidades para el pago por parte de las administraciones territoriales pueden suavizar el impacto que el ajuste tendrá sobre los agentes privados, pero la necesidad de realizar recortes adicionales implica que, tanto este año como el próximo, la contribución al crecimiento económico por parte del sector público será aún menor.

Las finanzas del sector público autonómico, además, parten con una desventaja adicional. El cambio en el sistema de financiación autonómica, aún suponiendo una mejora en términos absolutos, implica que el desequilibrio relativo existente para la Comunitat Valenciana se mantendrá durante el periodo de aplicación de este nuevo sistema. Por tanto, el cambio en el sistema de financiación no supone un aporte extra de fondos para esta región. La necesidad de consolidación, y de devolución de los anticipos de caja correspondientes al año 2009 supondrán un lastre adicional durante los próximos años. Dada la relevancia que ello puede tener para el proceso de consolidación fiscal, y para el papel de la administración territorial como impulsor de la economía, una sección de la revista se dedica al análisis de este aspecto.

Por otro lado, una de las cuestiones que se pone de manifiesto con la actual crisis es que el mercado laboral valenciano, y en particular la tasa de paro de esta región, está mostrando una mayor sensibilidad al ciclo que la del conjunto de la economía española, que ya de por sí es elevada. Esta característica del mercado laboral se analiza también de forma particular en esta revista. Una de las conclusiones que se pueden desprender de este análisis es que la reforma laboral, y en especial todas aquellas medidas que se dirijan a mejorar la flexibilidad interna a nivel de empresa,

pueden tener un mayor efecto en aquellas comunidades con una mayor sensibilidad del paro al ciclo económico, como es el caso de esta comunidad. Esta sensibilidad, además, se explica entre otros factores por una mayor temporalidad en el mercado laboral, que podría verse reducida como un resultado indirecto de esta reforma, y que podría permitir, a medio plazo, una mayor estabilidad en la renta de los hogares.

Un factor adicional más de la economía valenciana es que, a lo largo del último periodo de expansión su producción se ha internacionalizado menos que la de otras regiones. Ello es cierto tanto para el comercio de bienes como para el turismo, en el que sólo recientemente, y a partir de los cruceros por el Mediterráneo, se está abriendo una vía de ampliación de mercados. Como consecuencia, la economía valenciana, que tradicionalmente había mostrado un elevado grado de apertura, tiene en el momento actual una menor capacidad de aprovechar, a corto plazo, el fuerte crecimiento observado en los países emergentes o, eventualmente, una recuperación del sector exterior a través de una mejora de la economía europea. Las empresas exportadoras, evidentemente, mostrarán una recuperación relevante, pero el impacto en términos de PIB sería menor que otras comunidades más abiertas, bien sea a través de los bienes (por ejemplo, el País Vasco), del turismo (como Baleares) o con un mix de ambos tipos de comercio, como Cataluña.

Finalmente, se analizan también las diferencias en un plano más estructural. La economía valenciana continúa reflejando un cierto déficit tanto en capital educativo e I+D como, (aunque en menor medida) en infraestructuras, lo que condiciona su capacidad de crecimiento y la posiciona con un PIB per cápita ligeramente por debajo de la media.

Los retos a los que se enfrenta la Comunitat Valenciana, por tanto, son considerables: mejorar los factores básicos para poder incrementar la producción en un momento en que además, debe afrontar en mayor medida que otras comunidades tanto el proceso de desapalancamiento como el de consolidación fiscal.

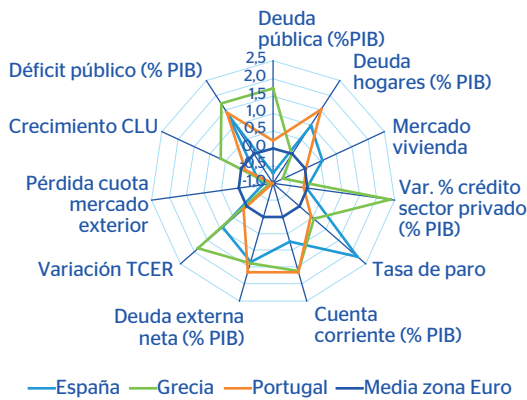
Algunas oportunidades podrían surgir a partir de cambios, que en principio pueden parecer relativamente menores, pero que no por ello deben descuidarse. Por ejemplo, en materia de turismo, las infraestructuras existen, aunque deben reorientarse hacia la búsqueda de mercados con más crecimiento. En otros, los cambios son más relevantes, pero ineludibles para que la Comunitat Valenciana logre recuperar la senda de crecimiento sostenible que permita, además, acelerar el proceso de convergencia con España y Europa.

Las reformas estructurales deben servir para realizar una rápida reasignación de factores productivos hacia los sectores y empresas más competitivas, con mayor dinamismo y potencial de crecimiento, capaces de generar empleo estable y de calidad. Un aumento de la cuota de las empresas españolas en la demanda interior, que suponga una reducción de las importaciones del resto del mundo del 10%, daría lugar a un aumento del PIB del 2%. Para ello, la Comunitat Valenciana cuenta ya con buenos ejemplos de excelencia empresarial a nivel internacional. Generalizar este comportamiento al resto de empresas y sectores, liberar el potencial de crecimiento de su economía, incentivar la inversión extranjera directa, y eliminar las barreras que impiden una reasignación y un empleo eficiente de recursos son retos prioritarios para la Comunitat Valenciana.

euro recientemente aprobados, para que sirvan como una hoja de ruta clara hacia una unión fiscal, fortalezcan la unión monetaria, prevengan futuras crisis y aumenten la credibilidad de las instituciones y países europeos.

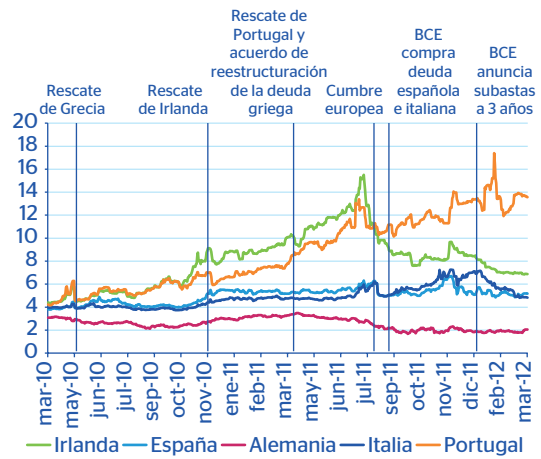
En la medida que esta mejora de la gobernanza empiece a ser palpable, las instituciones europeas deberían fijar como objetivo la reducción del déficit estructural, y no del déficit nominal, o corriente, sin ajustar por el ciclo económico, para evitar políticas fiscales más procíclicas de lo estrictamente necesario, con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento.

Gráfico 3
Desequilibrios macroeconómicos



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Diferenciales soberanos de deuda a 10 años



Fuente: BBVA Research

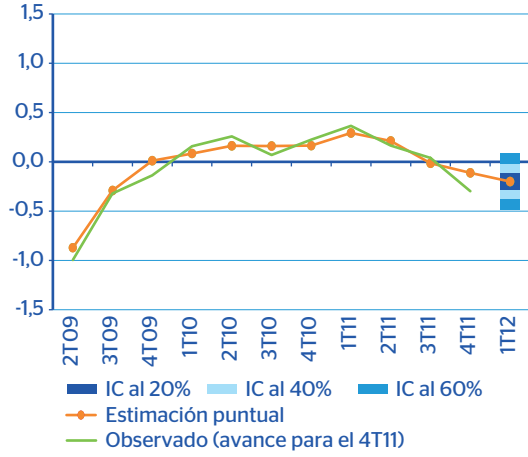
La economía española ha entrado nuevamente en recesión

A la corrección de los desequilibrios de la economía española, se han sumado la caída de la confianza, la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, la expectativa de un ajuste fiscal más intenso en 2012 como consecuencia del incumplimiento de los objetivos fiscales en 2011 y el deterioro de la actividad y, especialmente, del empleo durante el cuarto trimestre del año anterior. Así, 2011 finalizó con un crecimiento anual promedio del 0,7%.

La confirmación de un entorno de mayor incertidumbre supone el empeoramiento de diversos fundamentales relevantes para la evolución de la economía española. Por un lado, se estima que el acceso a la financiación continuará siendo poco holgado y más caro como consecuencia de la crisis de deuda financiera y bancaria en Europa. Por su parte, el aumento de las primas de riesgo, junto con la implementación de planes fiscales más ambiciosos que los contemplados hace un año y la desaceleración que se ha observado en el comercio internacional, suponen una revisión importante de las perspectivas de crecimiento en Europa, que se traducirá en una demanda más débil para las exportaciones españolas.

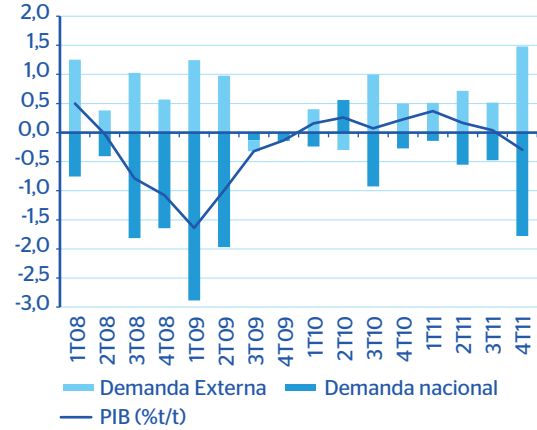
En lo que respecta a los factores domésticos, el principal cambio proviene de la desviación respecto al objetivo de déficit público. Pese a que el resultado final de todo lo anterior supone una revisión significativa a la baja del escenario de crecimiento para la economía española, existen algunos factores que actuarán como contrapeso. Por ejemplo, la política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE es hoy más proclive a apoyar la demanda y la estabilidad financiera de lo que se esperaba hace tres meses, lo que unido al incremento en los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, conllevarán un euro más débil, que podría acelerar las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras.

Gráfico 5
**España: crecimiento observado del PIB y
previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)**



Previsión actual: 16 de marzo de 2012
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Se espera una disminución del 1,3% del PIB en 2012 y una recuperación lenta en 2013, que puede acelerarse si las reformas estructurales anunciadas son lo suficientemente ambiciosas

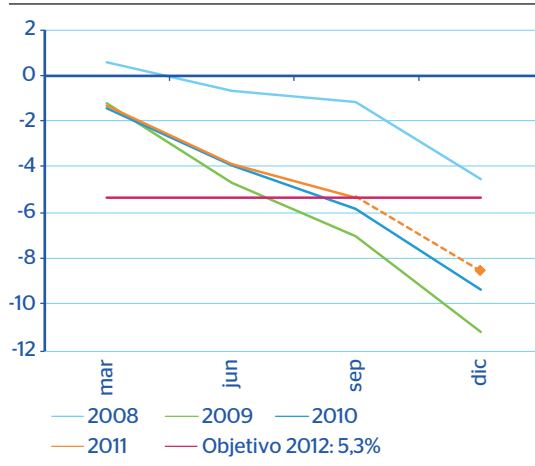
En suma, se prevé que el PIB presente una caída en 2012 y que, bajo las circunstancias actuales, la recuperación sea lenta. Estas previsiones podrían cambiar si se lleva a cabo una implementación rápida y decisiva de políticas estructurales ambiciosas que, de ejecutarse de forma efectiva, generarían un ajuste menos doloroso (sobre todo, en términos de empleo), procurando las condiciones necesarias para una recuperación más pronta y robusta.

La desviación respecto al objetivo de déficit de 2011 ha sido una mala noticia para la credibilidad del conjunto de las administraciones públicas. Por lo tanto, se ha incrementado la urgencia de poner en marcha medidas que compensen la desviación observada en 2011, que garanticen que el incumplimiento de los compromisos no se va a repetir este año, que activen mecanismos de control efectivos sobre las comunidades autónomas (principales infractoras) y que devuelvan, en suma, la credibilidad a las cuentas públicas.

A este respecto, la respuesta por parte del Estado ha sido contundente y bienvenida, pero insuficiente todavía para garantizar el cumplimiento de sus objetivos para este año. En lo referente a la Seguridad Social, su dependencia de la creación de empleo para generar ingresos y su rigidez en el gasto hacen poco probable la consecución de sus objetivos para este año.

Gráfico 7

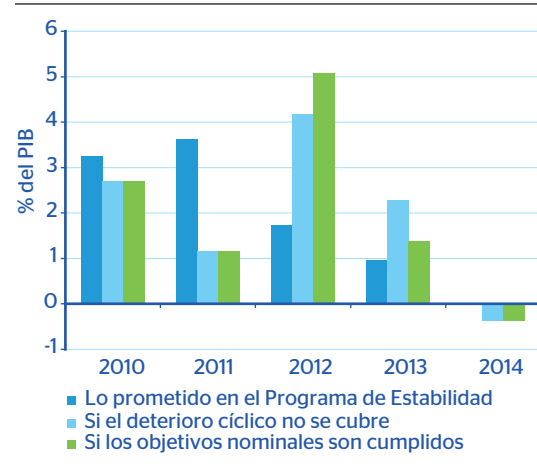
AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación (Base 2008, % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

España: mejora en déficit estructural (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Con la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, España se anticipa a la aplicación del Tratado sobre Estabilidad que suscribirán 25 países europeos en el próximo Consejo

En lo concerniente al compromiso con la estabilidad de las finanzas públicas a medio plazo y el control sobre las comunidades autónomas, el Proyecto de Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria envía un mensaje claro y contundente al resto de socios europeos. España es de los primeros países en adoptar este tipo de legislación y, en principio, lo hará con un amplio consenso político.

El Proyecto incluye varias propuestas que se han venido defendiendo desde esta publicación, como la definición de objetivos fiscales en términos del déficit estructural, la generalización de una regla fiscal a todos los niveles de las administraciones públicas, o el incremento en la transparencia de la información para la correcta evaluación de las políticas fiscales. Promueve, además, instrumentos prácticos y creíbles para incentivar el cumplimiento de dichas normas. Sin embargo, por el momento no se ha hecho pública la metodología que se utilizará para definir la posición cíclica de la economía.

El establecimiento de una metodología clara y sencilla, que sea fácilmente reproducible y susceptible de ser evaluada externamente es también una condición necesaria para que la reforma tenga el éxito esperado. Más aún, se debe hacer explícito que el objetivo de déficit debe estar fijado en términos estructurales y evitar confusiones respecto a las condiciones que se deben cumplir para acelerar el proceso de reducción de deuda, de tal manera que la política fiscal no conlleve acciones procíclicas que potencien desequilibrios.

La nueva reforma del mercado de trabajo debe evitar que el ajuste en 2012 se concentre, nuevamente, en la destrucción de empleo

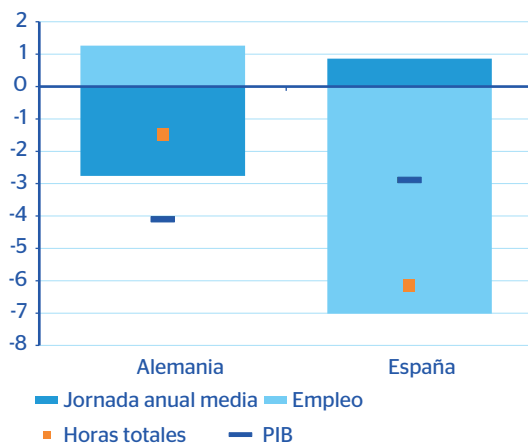
Las rigideces a las que se enfrentan empresas y trabajadores para modificar sus condiciones de trabajo provocaron que, entre 2007 y 2009, el ajuste en el mercado laboral español se concentrara en el empleo, en lugar de hacerlo en el número de horas trabajadas. Por este motivo, la apuesta por los mecanismos de flexibilidad interna, junto con la llamada a la moderación salarial y la promoción del pago por rendimiento -recogidas en el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2012-2014, y en particular, en el Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral- son bienvenidas, y pueden mejorar en el trámite parlamentario. La nueva reforma laboral supone un avance muy importante porque impulsa decididamente la flexibilidad interna como alternativa a la destrucción de empleo, lo que es particularmente relevante dada la situación en la que se encuentra el mercado laboral español, con una tasa de paro que superará el 24% a lo largo de este año. En particular, es positivo que se reduzca la relevancia de la

ultraactividad de los convenios (aunque no se elimine), se dé prioridad aplicativa a los convenios de empresa frente a los sectoriales, que se favorezca el uso de la figura del despido por causas objetivas y que se facilite la posibilidad de utilizar medidas alternativas al despido, como los ajustes internos salariales o en materia de jornada.

No obstante, esta reforma mejoraría su impacto si, además, redujera el menú de contratos existente, aplicando un mecanismo de indemnización creciente con la antigüedad en la empresa para despidos procedentes que favorezca aún más la utilización de los contratos indefinidos frente a los temporales; y también si se avanzara hacia un sistema de cuentas individuales de capitalización (modelo austriaco). Al mismo tiempo, sería deseable que se eliminaran las cláusulas de salvaguarda para evitar que incrementos transitorios de precios se trasladen a salarios y generen una espiral inflacionista a través de efectos de segunda ronda.

Gráfico 9

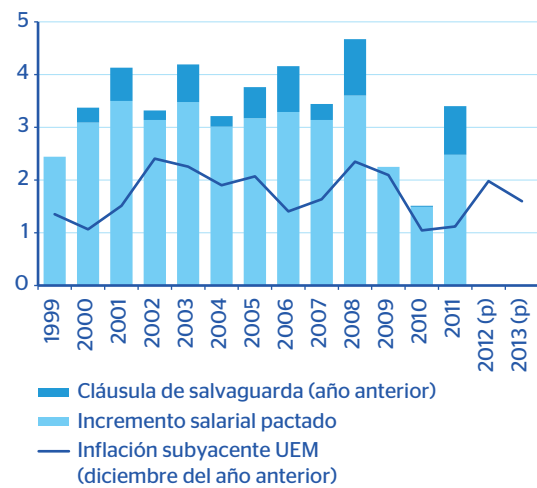
Crecimiento económico y descomposición del ajuste en el número de horas trabajadas (Variación acumulada 2007-2009, en %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y CE

Gráfico 10

España: crecimiento salarial pactado en convenio colectivo y cláusula de salvaguarda en t-1 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de MEYSS, MINHAP y Eurostat

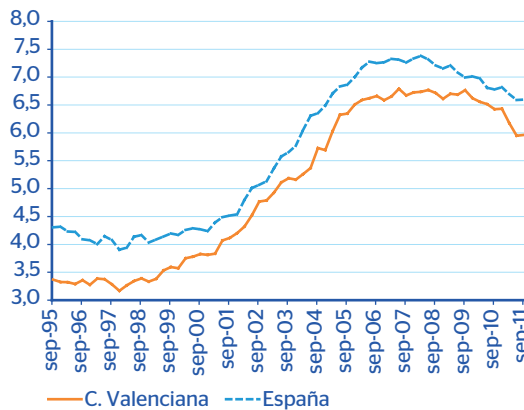
3. La Comunitat Valenciana en la encrucijada

La situación en la que se encuentra en la actualidad la Comunitat Valenciana se gesta, en buena parte, durante el periodo de expansión previo a la crisis actual. Es durante esos años cuando se acumulan algunos de los desequilibrios que ahora mismo se están corrigiendo. La heterogeneidad con la que se localizan estos desequilibrios, la distinta especialización sectorial y el grado de apertura de cada una de las regiones, así como los mercados a los que está orientada, determinan la capacidad de amortiguar la crisis y la posibilidad de aprovechar el crecimiento exterior para acercar la vuelta a crecimientos positivos. En este apartado de la revista, por tanto, se da un repaso a la posición en la que se encuentra la Comunitat Valenciana en cada uno de estos desequilibrios, se analiza cómo estos dificultan o apoyan el crecimiento de esta región en relación con lo que sucede en otras y se realiza una proyección del crecimiento económico para el bienio 2012-2013.

Desequilibrios relevantes que dificultan la recuperación

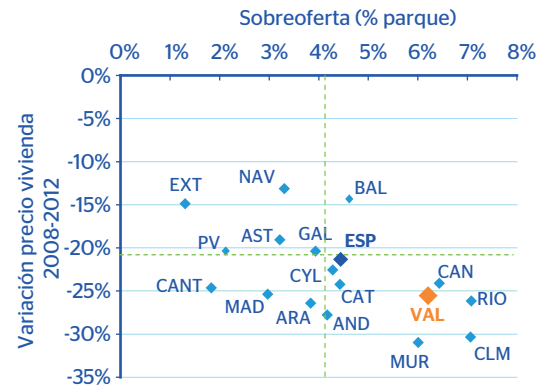
El primero de los desequilibrios es el causado por el sector inmobiliario: el boom inmobiliario dio lugar a un aumento de los precios que se tradujo en un empeoramiento de la accesibilidad y en un aumento del apalancamiento de los hogares, así como de las empresas, en particular, las vinculadas con la actividad en este sector. Aunque el esfuerzo para la compra de vivienda en la Comunitat Valenciana no alcanzó la media nacional (ver gráfico 11), el alza de la actividad residencial en esta región dio lugar a uno de los stocks pendientes de venta más elevados (ver gráfico 12). Consecuentemente, se está produciendo una corrección, si bien aún insuficiente para reanimar el mercado de la vivienda.

Gráfico 11
Número de años necesarios para pagar una vivienda media con la renta salarial (*)



(*) Renta salarial = ocupados por hogar * Coste salarial total por trabajador y mes
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Gráfico 12
Sobreoferta y corrección esperada de precios hasta 2012



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

La contrapartida de esta sobreoferta viene dada por el excesivo peso que la construcción adquirió en el conjunto de la economía valenciana. Así, en el momento álgido del ciclo expansivo precedente, el VAB de la construcción llegó a suponer el 11% del PIB de la Comunitat Valenciana, iniciando su corrección en 2009 (ver gráfico 13). Más relevante, en cambio, es el comportamiento del empleo, ya que este sector llegó a significar el 14,8% de la ocupación en la región, 1,5 p.p. más que la media española. El ajuste más rápido, que ha situado el peso del sector inmobiliario en el entorno de la media española, explica en parte las dificultades adicionales por las que pasa ahora la economía valenciana.

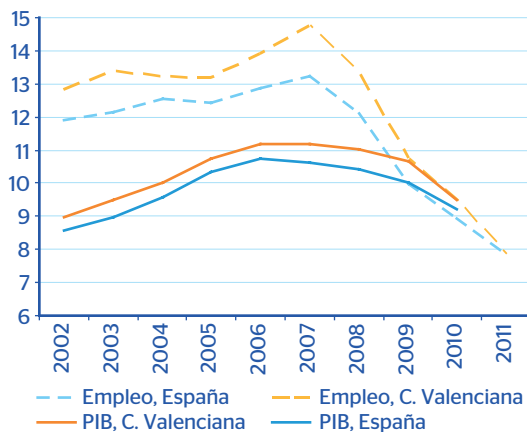
Un mercado laboral más sensible a la actividad

Los especiales condicionantes del mercado laboral español, marcados entre otros factores por la legislación laboral existente previa a la reforma, dan lugar a una mayor tasa de paro estructural, y a una mayor elasticidad de la tasa de paro al ciclo económico. Ello, además, se ve potenciado de forma ligeramente diferencial en la Comunitat Valenciana gracias a la mayor tasa de temporalidad y al mayor peso (en el momento álgido del ciclo) del sector de la construcción, el que más ha sufrido la crisis. Así, la especial demanda de trabajo en el sector, además, conformó una situación relativamente compleja en el mercado laboral, con una tasa de temporalidad relativamente elevada a la que también podrían haber contribuido otros sectores, como el turismo. Si esta configuración con elevada temporalidad favoreció el incremento de la ocupación en la parte más expansiva del ciclo, también ha facilitado la mayor destrucción de empleo con la crisis. Como consecuencia, la tasa de paro se elevó hasta el 25,5% a finales de 2011, 3,5 p.p. por encima de la media nacional, tras haber experimentado un incremento más rápido al principio de la crisis. Cabe resaltar, además, que este comportamiento ya se ha observado en ocasiones anteriores. Así, en la crisis de los años noventa la tasa de paro también aumentó más rápidamente y hasta un punto mayor que la media española.

No obstante, la estructura productiva de la Comunitat Valenciana no es sustancialmente distinta de la media nacional. Así pues, cambios en la legislación laboral que a través de una mayor flexibilidad interna en las empresas permitan incrementar a medio plazo la proporción de contratación indefinida deberían tener un impacto mayor que en otras comunidades donde el peso de la contratación temporal es menor, favoreciendo la estabilidad y el crecimiento de la demanda interna.

Gráfico 13

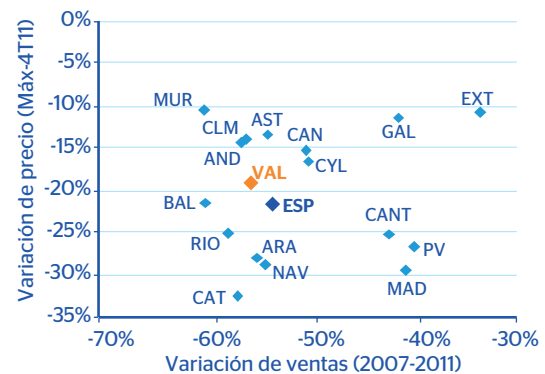
Peso de la construcción en el PIB y el empleo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 14

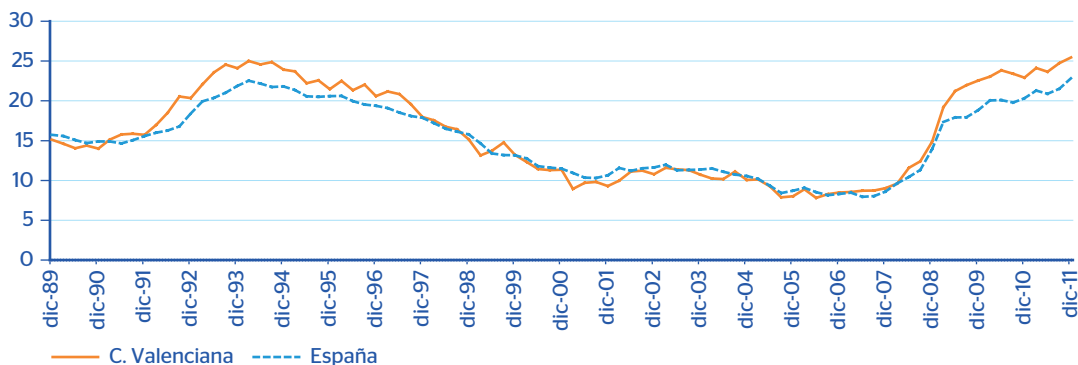
Variación del precio y de las transacciones de vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de INE y MFOM

Gráfico 15

Tasa de paro (% población activa)



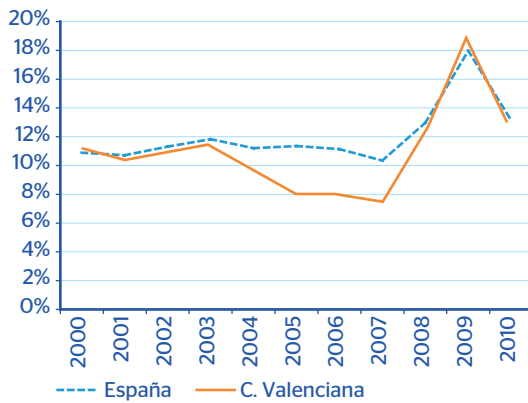
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Mayor apalancamiento, que limita la demanda interna

El tercero de los desequilibrios relevantes en la Comunitat Valenciana es el nivel de apalancamiento del sector privado. En parte favorecido por el aumento del precio de la vivienda combinado con la relajación de las condiciones de crédito, y en parte por la acumulación de operaciones empresariales vinculadas con el el sector residencial que opera tradicionalmente con elevadas ratios de endeudamiento, el nivel de apalancamiento neto de la economía valenciana se incrementó aún más de lo que lo hizo la media española (ver Gráficos 17 y 18). La contrapartida de este elevado volumen de crédito es un incremento de la carga financiera y la imposibilidad de recurrir al endeudamiento para suavizar el comportamiento del consumo, trasladándose directamente a este último los ajustes en renta provocados por la crisis y dando lugar a una contracción gasto de los hogares mayor que en otras comunidades autónomas donde los excesos fueron menores. En la medida que esta retroalimentación en la caída del PIB supone una mayor disminución de la renta, ello da lugar a mayores dificultades para reducir el nivel de apalancamiento y, como resultado, el hecho de haberse producido un ajuste más rápido en la actividad no supone una ventaja adicional en la fecha actual. De hecho, los últimos datos (ver Cuadro 3, de resumen de indicadores) muestran que los indicadores de consumo privado reflejan una caída muy similar a la que se observa en el conjunto de España.

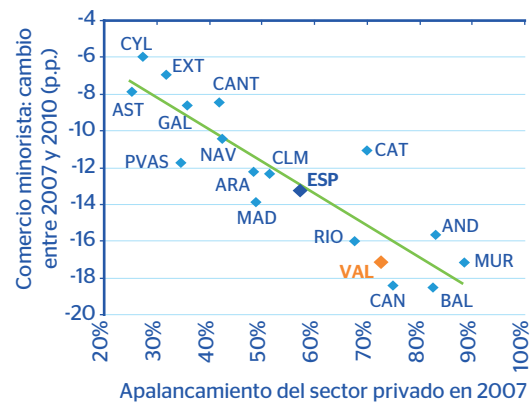
Pese a las dificultades generadas por el exceso de apalancamiento, que se reflejan en términos agregados, cabe recordar que, de acuerdo con lo analizado para el conjunto de España¹ esta problemática se concentra en las operaciones y agentes vinculadas con el sector inmobiliario, en los que las cifras de endeudamiento son sustancialmente más elevadas que en aquellas familias y empresas no vinculadas con este sector. Por tanto, si bien el impacto sobre una parte de la actividad es considerable, debe esperarse un efecto menor en otros sectores de actividad, lo que es especialmente relevante en una comunidad autónoma como la valenciana, con un grado de diversificación productiva relativamente elevado.

Gráfico 16
Tasa de ahorro de los hogares



Fuente: BBVA Research

Gráfico 17
Apalancamiento
en el sector privado y comercio minorista

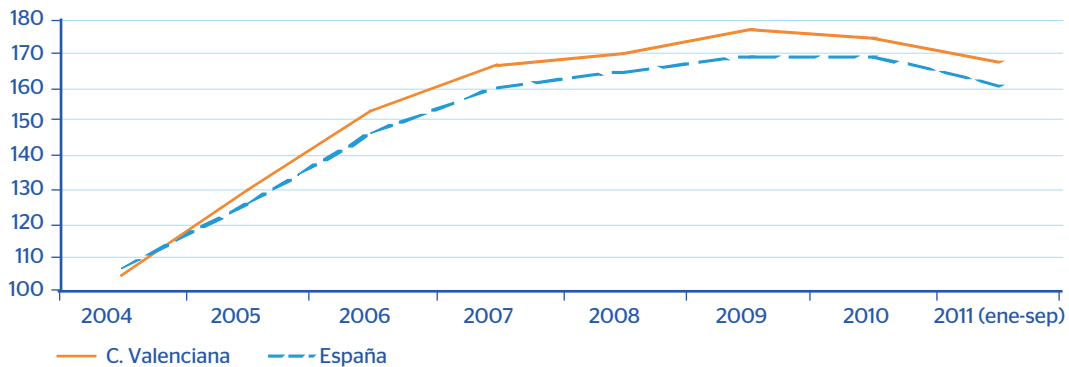


Fuente: BBVA Research a partir de INE y MFOM

1: Ver: Sectores de futuro, Observatorio Económico, enero de 2011, BBVA Research

Gráfico 18

Crédito a Otros Sectores Residentes (% sobre el PIB)



Fuente: Banco de España, INE y BBVA Research

El exceso de deuda y déficit condiciona el papel del sector público

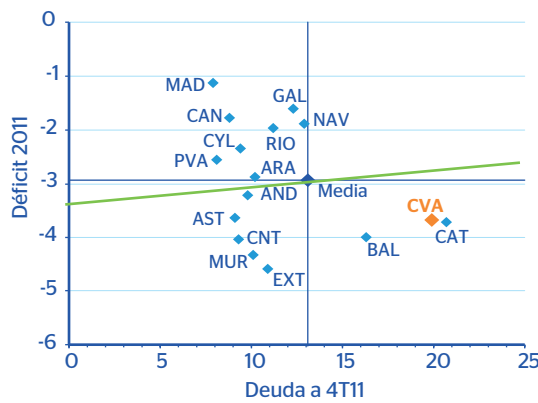
El cuarto factor limitativo para el crecimiento viene dado por los desajustes observados en el sector público autonómico, especialmente, las necesidades de ajuste en términos de déficit que deben ser afrontadas de forma ineludible. Por un lado, se lograría que el sector público limitara su absorción de recursos que, de otro modo, podrían ser destinados a recuperar la actividad del sector privado. Por otro, contribuiría a incrementar la credibilidad de las instituciones, lo que facilitaría una reducción adicional de las primas de riesgo, con impacto tanto en la propia carga financiera del sector público como en la del sector privado.

En el caso de la Comunitat Valenciana, los esfuerzos que debe realizar son elevados: el déficit autonómico alcanzó un 3,7% de su PIB en 2011 (muy por encima del objetivo del 1,3%, y del promedio de comunidades -2,9%) y la deuda se elevó hasta el 19,9%. Ello supone que esta comunidad es la que tiene una mayor ratio de deuda autonómica sobre PIB y la segunda con mayor volumen de deuda en términos absolutos (20 mM€).

Dada la necesidad de consolidación, la Generalitat ya ha puesto en marcha medidas de ajuste fiscal -reducción del número de consellerías, de altos cargos, reestructuración del sector público dependiente, etc.- que tienen reflejo en sus Presupuestos para 2012, cuyo gasto previsto se mantiene prácticamente constante respecto al presupuesto inicial de 2011, concentrando el mayor recorte en el gasto de capital. Por el lado de los ingresos, la Generalitat confía su recuperación, fundamentalmente, en operaciones de ingresos extraordinarios -venta de activos, tanto financieros como inmobiliarios-, ya que en prácticamente todos los recursos restantes ha previsto una caída moderada. No obstante, la Generalitat valenciana podrá tener que aprobar alguna medida adicional si quiere cumplir el objetivo de estabilidad acordado para 2012 (un -1,5% de su PIB), ya que la desaceleración económica prevista en su presupuesto resulta algo más optimista que nuestras estimaciones de PIB regional.

Gráfico 19

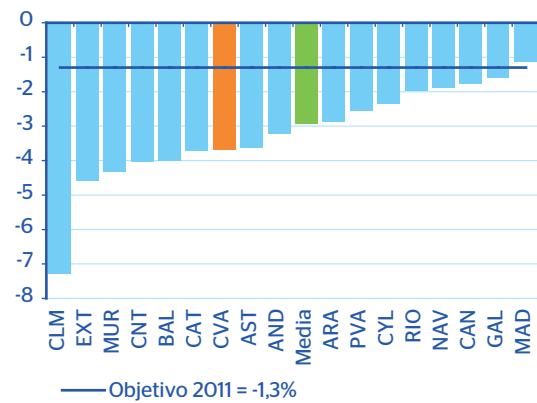
CC.AA.: déficit y deuda pública en 2011 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y BdE

Gráfico 20

CC.AA.: capacidad/necesidad de financiación (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La demanda externa, un impulso débil sobre un componente con un peso menor

Por el lado del sector exterior, las noticias tampoco mejoran sustancialmente el horizonte planteado para la demanda doméstica. En lo referente al comercio de bienes, la economía de la Comunitat Valenciana, tradicionalmente más abierta que la del conjunto de España, fue perdiendo atractivo durante la década anterior, de tal modo que en 2011 el grado de apertura (la suma de exportaciones e importaciones sobre el PIB) de la economía valenciana se situó en el 38%, 5 p.p por debajo del grado de apertura del conjunto del Estado. Una evolución similar se observa en la ratio de cobertura de las importaciones (exportaciones - importaciones/ PIB). Mientras que en la década de los 90 las exportaciones valencianas significaban el 150% de las importaciones, en 2008 esta ratio se había reducido hasta el 82%. La crisis ha supuesto una ligera reversión de este proceso, equilibrando los flujos de tal modo que en 2011 las exportaciones cubrieron las importaciones. Ello es debido a la contención de las importaciones, ya que el papel exportador de la Comunitat Valenciana se ha reducido de forma continuada: si en 1995 el 15% de las exportaciones españolas eran valencianas, en 2011 esta cuota había disminuido hasta el 9,3%, lo que no deja de ser destacable si se tiene en cuenta que el peso de la comunidad en el PIB se ha mantenido relativamente constante a lo largo del periodo, entre el 9,4% y el 9,8%.

Sector exterior: parte de las bases para un mejor crecimiento están puestas, pero no se están obteniendo aún resultados destacables

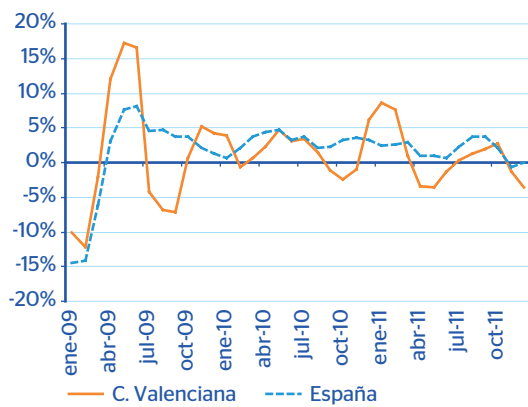
Las cifras de 2011 indican, además, que la remodelación portuaria y de algunas infraestructuras no ha tenido todavía el efecto deseado para ubicar a Valencia como vía de entrada de las importaciones españolas, pese a su situación estratégica como puerto cercano a las rutas que atraviesan el Mediterráneo y a Madrid. La cuota de la región en las importaciones provenientes del extranjero se mantiene alrededor del 7,8%, y sin grandes cambios, desde 1995. Con todo, algunas cifras sí permiten una interpretación más positiva. Así, el puerto de Valencia ha incrementado sustancialmente su tráfico, desde el 2% del tráfico nacional portuario de mercancías a principios de la década de los 90 hasta el 15% en 2011.

La combinación del incremento relativo del tráfico portuario con un mantenimiento de la cuota en el comercio interior podría estar poniendo de manifiesto que el tráfico portuario de Valencia está generado, directamente, por otras comunidades autónomas (por ejemplo, desde el "puerto seco" de Madrid). No obstante, abre una posibilidad de intermediación, o de incorporación de valor añadido a los productos. Además, la mejora de infraestructuras en el corredor del Mediterráneo (en particular, la vía de ancho internacional para el transporte de mercancías) podría aumentar la relevancia del puerto de Valencia como vía de entrada en Europa de los flujos marítimos internacionales. En la misma línea, la potenciación de las autopistas del mar desde el puerto de Valencia podría facilitar también un crecimiento de la actividad.

A lo largo de la crisis, el comportamiento del sector exportador valenciano, aunque ligeramente menos acelerado que la media nacional (de ahí que aún pierda cuota, ver gráfico 21), lo que es consistente con una estructura exportadora que, en líneas generales, es similar a la del conjunto de España, aunque con un ligero sesgo hacia los alimentos en detrimento de los bienes de equipo. En cualquier caso, el menor peso del sector exportador determina que el rendimiento, en términos de contribución al PIB, sea menor para la economía valenciana, dificultando el aprovechamiento del crecimiento exterior como mecanismo de compensación de la demanda interna.

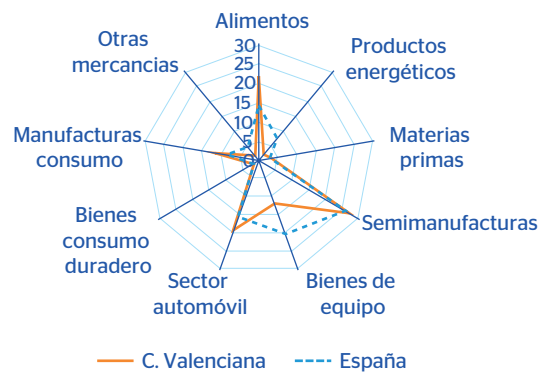
Algo más positiva es, en cambio, la posición referente al mercado interior: las cifras de C-Interreg² indican que la Comunitat Valenciana mantiene un peso constante en torno al 11% del total nacional desde 1995 hasta el tercer trimestre de 2011 tanto en las exportaciones como en las importaciones interregionales.

Gráfico 21
Exportaciones reales (t/t, CVEC)



CVEC: Corregido de Variaciones Estacionales y Calendario
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex y MINECO

Gráfico 22
Comunitat Valenciana y España: estructura exportadora. (% sobre exportaciones de bienes totales, 2011)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

También se observa un comportamiento parejo en el otro componente relevante de la demanda exterior: el sector turístico. En 2011 los mercados exteriores funcionaron considerablemente mejor que el mercado nacional (ver Cuadro 1). Así, el turismo procedente del exterior experimentó un crecimiento moderado en el levante español (incluyendo a la Comunitat Valenciana). No obstante, la clara orientación turística hacia el mercado nacional, sustancialmente más deprimido, dio lugar a un estancamiento en el número de viajeros alojados en hoteles, lo que supuso, nuevamente, un estancamiento de los ingresos por turismo frente a otras comunidades mucho más orientadas hacia el turismo exterior, como Baleares, Canarias o incluso Cataluña.

La evolución del sector turístico, además, tampoco es una cuestión meramente coyuntural. Pese a los esfuerzos realizados para situar la economía valenciana en el mapa, ésta parece no estar ganando cuota en la recepción de turistas extranjeros en España, de acuerdo con los datos ofrecidos por Frontur. Si la cuota se había incrementado del 9 al 10% entre 2001 y 2008, con la crisis se está volviendo a reducir, situándose en 2011 en el 9,4%.

Nuevamente, las actuaciones en materia portuaria podrían ser determinantes en este caso: el número de viajeros transportados por el puerto de Valencia se ha multiplicado por 3 desde el año 2000, hasta alcanzar los 660 mil. No obstante, ello supone un mantenimiento de la cuota sobre el tráfico total nacional (2%) cuando los esfuerzos por posicionar la Comunitat Valenciana en el turismo internacional deberían posibilitar una mejora en esta cuota.

La situación del sector exterior, por tanto, pone de manifiesto la necesidad de reorientar las políticas de internacionalización de la empresa valenciana y de buscar nuevos mercados en los que basar la recuperación. Algunas infraestructuras están pendientes todavía de desarrollo, como el corredor Mediterráneo ferroviario de ancho internacional, por lo que un avance en esta línea podría facilitar la mejora del potencial de crecimiento, en particular si se adapta la posición de las empresas a este hecho y se aprovechan las oportunidades que éste permiten. No obstante, en otras, como los aeropuertos, cabe plantearse un desarrollo de su explotación que facilite incrementos en el tráfico con mercados de origen turístico de alto crecimiento que, en la actualidad, no están suficientemente explotados en esta comunidad.

2: El banco de datos de comercio interregional puede encontrarse en <http://www.c-intereg.es/index.asp>

En perspectiva, por tanto, la rama turística ve limitado su crecimiento en 2012, y posiblemente también en 2013, por la fuerte orientación hacia un mercado nacional que, dada la coyuntura existente y la elevada tasa de paro, continuará deprimido. El posible beneficio que se pueda obtener por la mejor coyuntura en los mercados exteriores será menor, dado el bajo peso del turismo extranjero en esta comunidad.

Cuadro 1

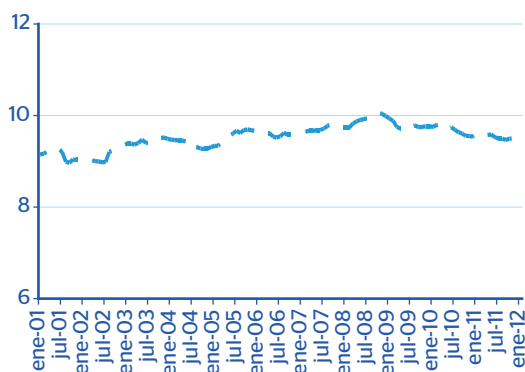
Viajeros entrados en el Territorio

| | Baleares | C. Valenciana | Murcia | España |
|------------------------------------|----------|---------------|--------|--------|
| Crecimiento en 2011 (a/a,%) | | | | |
| Total | 11,7 | -0,2 | -0,8 | 6,2 |
| Residentes en España | 1,8 | -2,2 | -1,5 | 2,4 |
| Extranjeros | 14,0 | 4,0 | 2,5 | 11,4 |
| Peso en 2010 | | | | |
| Extranjeros | 83,2 | 32,9 | 17,8 | 53,5 |
| Residentes en España | 16,8 | 67,1 | 82,2 | 46,5 |

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 23

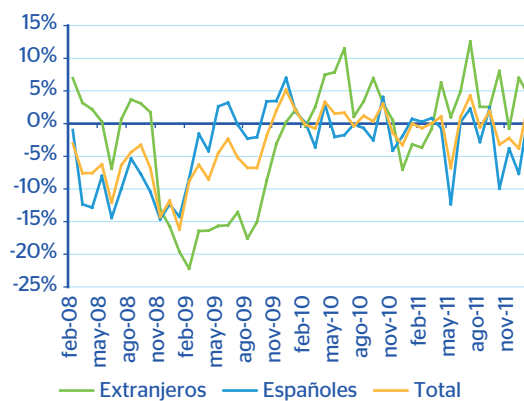
Entrada de turistas extranjeros en la Comunitat Valenciana (peso en el total nacional, %)



Fuente: BBVA Research a partir de IET

Gráfico 24

Viajeros en la Comunitat Valenciana (CVE, a/a, %)

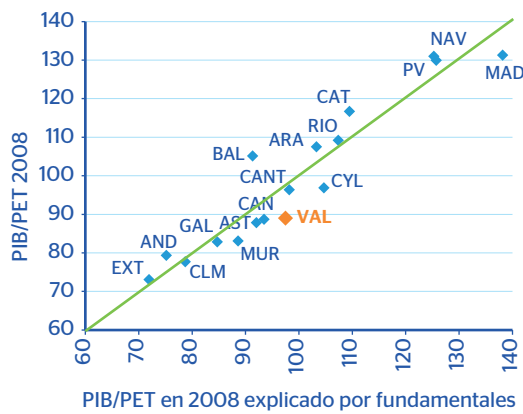


CVE: Corregido de Variaciones Estacionales
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En términos estructurales, la economía valenciana afronta numerosos retos inaplazables. Los principales determinantes del crecimiento a largo plazo, esto es, el nivel de capital humano, las rigideces regulatorias, el esfuerzo en I+D y el stock de capital en infraestructuras (condicionada por la dotación viaria) reflejan una posición persistentemente por debajo de la media nacional, que explica la actual posición tanto en términos de PIB per cápita como por persona en edad de trabajar. Así, el gráfico 25 presenta la relación entre el PIB por personas en edad de trabajar y el PIB que se estima a partir de los tres factores anteriores, los fundamentales del crecimiento. Como puede observarse, la relación es clara, y deja entender el porqué de la actual posición de la economía valenciana en términos de PIB per cápita. El Gráfico 26, por su parte, expone la relación entre el stock de capital humano, aproximado por el porcentaje de población con al menos educación secundaria, con el PIB per cápita. Un mayor nivel de capital humano es básico para lograr la plena convergencia.

Gráfico 25

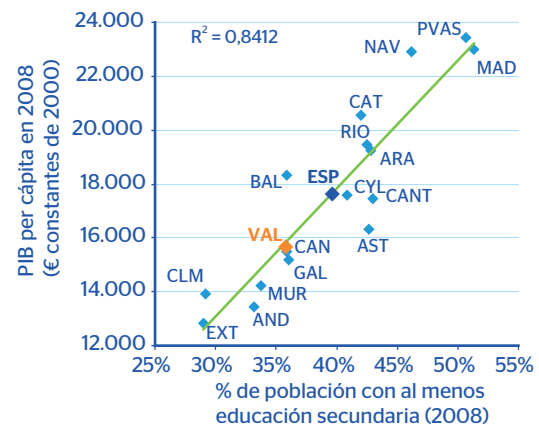
PIB por persona en edad de trabajar (euros)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

Gráfico 26

PIB y stock de capital humano



Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

En perspectiva, la posición de la Comunitat Valenciana a corto plazo experimentará nuevamente una caída en su crecimiento en 2012, hasta el -2,2%, mientras que en 2013, condicionada todavía por la corrección de los desequilibrios en el sector privado y público y, por tanto, sin apoyo de la demanda interna, podría experimentar un ligero crecimiento, del 0,2%. La limitada aportación del sector exterior apoya los datos más positivos en 2013, aunque la escasa relevancia de la demanda externa provoca que la recuperación por esta vía sea también más lenta que en otras comunidades.

Más a medio plazo, los retos a los que se enfrenta la Comunitat Valenciana son relevantes. Básicamente los esfuerzos deben concentrarse en tres ámbitos: aprovechar las ventajas que permite la reforma laboral, mejorar las conexiones con el exterior y favorecer las mejoras en el sistema educativo.

El aumento del capital humano, como consecuencia de cambios en el sistema educativo y en el mercado de trabajo, facilitaría la apertura de mercados a las empresas valencianas, dado que el capital humano está positivamente correlacionado con la actividad exportadora³. Finalmente, una mejora en la estabilidad contractual tiene efectos positivos sobre la demanda interna, favoreciendo los planes de consumo e inversión de los hogares. Por tanto, aquellas comunidades con una tasa de temporalidad elevada son las que tienen un margen de mejora de su potencial de crecimiento mayor.

En segundo lugar, el peso relativamente reducido del sector exterior pone de manifiesto la necesidad de avances relevantes en esta línea, máxime cuando las bases (infraestructuras portuarias, dotación turística, ...) existen. Aunque algunas de las infraestructuras puedan ser mejoradas, la reorientación de la actividad de las empresas hacia mercados exteriores debería facilitar que la Comunitat Valenciana logre un mejor aprovechamiento del mayor crecimiento que ahora mismo se observa en otras áreas del mundo como los países emergentes, frente a una orientación hacia un mercado más maduro y coyunturalmente anémico como el español.

3: Para un análisis referente al conjunto de la economía española, véanse las estimaciones del efecto del capital humano sobre la propensión a exportar en La heterogeneidad sectorial de las empresas exportadoras y los determinantes de la propensión a exportar, Situación España, noviembre 2011, BBVA Research

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Cuadro 2
Indicadores de riesgo en las economías regionales. (*)

| | MAD | PVAS | NAV | ARA | CANT | CYL | AST | RIO | CAT | CANA | GAL | CV | BAL | MUR | CLM | EXT | AND |
|---------------------------------------|-----|------|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Indicador sintético de corto plazo | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,8 | 1,4 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Exceso de oferta en vivienda | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0 | 2 |
| Precio vivienda (a/a real) | 1 | 3 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 1 |
| Diversificación sectorial exterior: | 2 | 2 | 3 | 3 | 1 | 3 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 |
| Apalancamiento en el sector privado | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Tasa de desempleo | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| Deuda autonómica (% PIB) | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 2 | 2 | 3 | 2 | 1 |
| PIB per cápita relativo | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Apertura comercial (bienes y turismo) | 2 | 1 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 3 | 2 |
| Tasa de ahorro de los hogares | 2 | 1 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 3 | 2 | 2 | 3 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| Índice de libertad económica | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Capital humano | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| I+D / PIB | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Infraestructuras / PET | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| Indicador sintético de largo plazo | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 2,4 |

(*) Un valor mayor (o un color más claro) indican un mayor nivel de riesgo. 3 señala que el valor se encuentra por encima de 1,5 desviaciones típicas frente a la media española. 2 y 1 señalan que el valor se encuentran entre 0 y 0,75 desviaciones típicas por encima o por debajo de la media española. 0 implica que el valor de la variable se encuentra más de 1,5 desviaciones típicas por debajo de la media española. Para el PIB per cápita relativo, la apertura comercial y la tasa de ahorro los valores están invertidos. Los indicadores globales se computan por promedio de los indicadores parciales.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 3
Principales indicadores de coyuntura de la economía valenciana

| % | 2011 | | Crecimiento medio desde principio de año (a/a) | | Último dato (m/m, cve) | | |
|--------------------------|---------------|--------|--|--------|------------------------|--------|------------|
| | C. Valenciana | España | C. Valenciana | España | C. Valenciana | España | Último mes |
| Importaciones | 4,9% | 8,7% | 3,4% | -3,1% | 0,6% | 2,9% | ene-12 |
| Exportaciones Reales | 4,2% | 9,4% | -8,2% | -0,5% | -3,4% | 2,1% | ene-12 |
| Afiliación a la SS | -1,8% | -1,5% | -3,4% | -2,7% | -0,5% | -0,2% | feb-12 |
| Paro Registrado | 4,4% | 4,8% | 7,5% | 9,2% | 0,6% | 1,1% | feb-12 |
| IASS | -0,5% | -1,1% | -1,5% | -2,0% | 0,7% | 0,6% | ene-12 |
| Ventas Minoristas | -5,5% | -5,8% | -5,6% | -4,8% | -0,4% | 0,0% | ene-12 |
| Matriculaciones | -15,7% | -18,8% | -10,8% | -7,4% | 1,2% | -1,4% | feb-12 |
| Visados de Viviendas | -27,0% | -14,9% | -27,0% | -14,9% | 143,6% | 21,7% | dic-11 |
| IPI | -4,1% | -1,8% | -4,8% | -2,4% | 1,2% | 0,0% | ene-12 |
| Pernoctaciones | 2,4% | 7,3% | 4,4% | 3,6% | 4,7% | 4,4% | ene-12 |
| Viajeros | -0,2% | 4,3% | 3,1% | 2,9% | 3,3% | 3,2% | ene-12 |
| Confianza del consumidor | | 7,50 | | -4,50 | | -24,7 | feb-12 |
| Pedidos Industriales | -26,5 | | 8,2 | | -37,4 | | feb-12 |

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

Cuadro 4

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

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

Fuente: BBVA Research

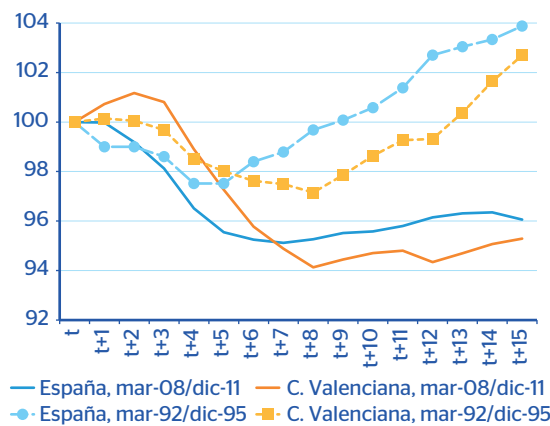
4. Crecimiento económico y desempleo en la Comunitat Valenciana

La crisis económica en la que España, en general, y la Comunitat Valenciana, en particular, se encuentran inmersas ha tenido repercusiones extraordinariamente negativas sobre el mercado de trabajo. En particular, la tasa de desempleo en España aumentó 14,9 puntos porcentuales (pp) y la de la Comunitat Valenciana 17,6pp desde el mínimo del ciclo expansivo precedente (7,95% y 7,81%, respectivamente). Uno de los motivos del mayor incremento de la tasa de paro en la región ha sido el deterioro –más significativo y duradero– de la actividad económica⁴ (-5,9pp frente a los -4,9pp en el conjunto de España desde máximos), que ha provocado una contracción del empleo notable. Sin embargo, la tasa de participación en el mercado laboral de los valencianos ha disminuido más que la del conjunto de España, lo que ha permitido atenuar el crecimiento del desempleo.

La evolución comparativamente negativa de la tasa de paro en la Comunitat Valenciana no es un rasgo novedoso del actual ciclo recesivo, sino que ya se observó en la crisis de los años 90. Esta circunstancia puede venir explicada, al menos parcialmente, por la evolución diferencial del PIB regional en relación con el nacional: al igual que en la crisis de los 90, el PIB de la Comunitat Valenciana comenzó a caer más tarde que el del conjunto de España, pero lo ha hecho con una intensidad mayor y durante más tiempo. En términos agregados, se observa que el PIB regional cayó un 2,8% en el periodo 1992-95, 2,3pp más que el promedio nacional, mientras que la tasa de paro⁵ lo hizo 7,4pp, 0,9pp más que la de España. La dinámica registrada durante la crisis de los 90 se reproduce con mayor intensidad durante la actual como se puede observar en los Gráficos 27 y 28.

Gráfico 27

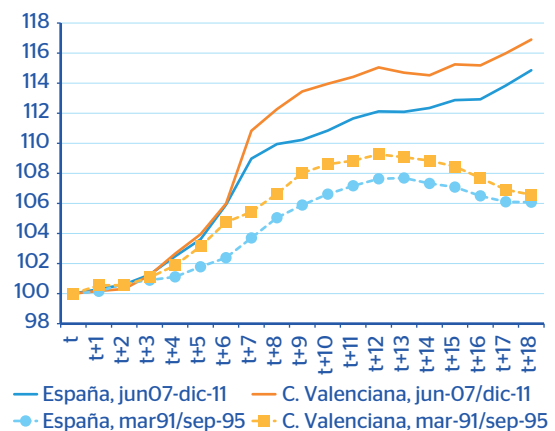
Evolución del PIB (100= max. cíclico) (Datos CVEC)



CVEC: Corregido de Variaciones Estacionales y Calendario
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 28

Tasa de desempleo (100= min. cíclico) (Datos CVEC)



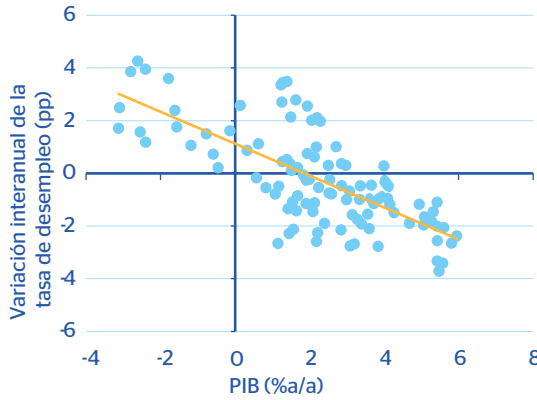
CVEC: Corregido de Variaciones Estacionales y Calendario
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Conocer cómo responde el paro cuando la actividad económica cambia resulta fundamental para comprender por qué la tasa de desempleo permanecerá en cifras elevadas en el corto y medio plazo. Cuando se consideran no solo las etapas recesivas sino también las expansivas, ampliando el periodo de análisis, se observa que la relación contemporánea entre la evolución de la tasa de desempleo y el crecimiento económico – conocida como Ley de Okun – es menos precisa en la Comunitat Valenciana que en España. Así, los Gráficos 29 y 30 muestran que la correlación contemporánea entre desempleo y crecimiento es superior a 0,7 en España, mientras que en la región se observa una mayor dispersión, lo que se manifiesta en una correlación ligeramente menor (0,6).

4: Con la finalidad de obtener resultados comparables, se ha optado por enlazar los datos de Contabilidad Regional de España (CRE) base 1986 con la serie homogénea 1995-2009, elaborada por el INE. A continuación, se han trimestralizado las cifras anuales a partir del modelo factorial dinámico descrito en la Sección 5 de BBVA Research (2011): *Situación Galicia. Marzo 2011*, preservando la consistencia agregada tanto en términos de la CRE como de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNT). De este modo se dispone de series de PIB que comprenden los últimos dos ciclos recesivos de la economía valenciana. Las cifras de desempleo, disponibles desde finales de la década de los 70, proceden de la EPA.

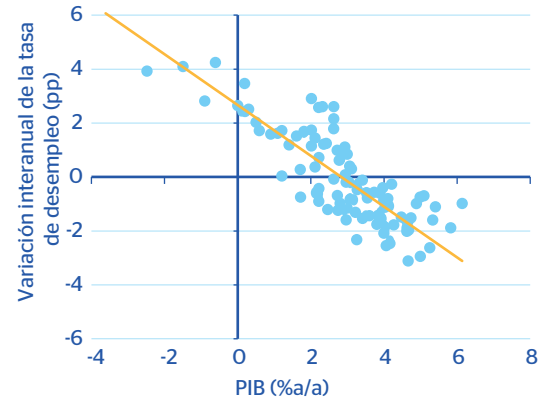
5: Una vez corregidas las cifras de estacionalidad y calendario.

Gráfico 29
**Comunitat Valenciana: crecimiento del PIB
y variación de la tasa de desempleo (1T81-4T11)**



Se ha reconstruido la tasa de desempleo entre 1981 y 2000 debido al cambio en la definición de parado en 2001
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 30
**España: crecimiento del PIB
y variación de la tasa de desempleo (1T81-4T11)**



Se ha reconstruido la tasa de desempleo entre 1981 y 2000 debido al cambio en la definición de parado en 2001
Fuente: BBVA Research a partir de INE

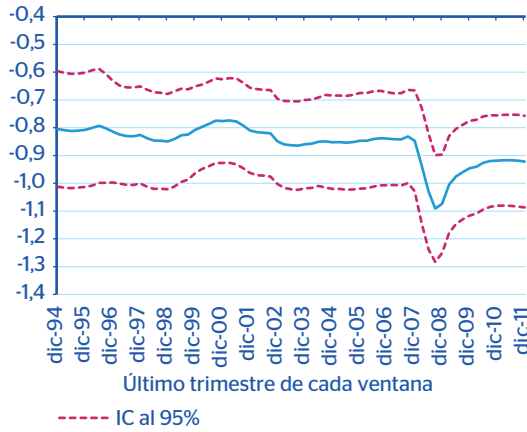
La distinta dispersión que aparece reflejada en los Gráficos 29 y 30 muestra cómo la relación entre la tasa de paro y el crecimiento económico no ha sido constante a lo largo del tiempo ni en la Comunitat Valenciana, ni en España. Para ver en qué medida ha cambiado la respuesta del desempleo a la evolución de la economía se ha estimado la elasticidad de la tasa de paro a la actividad económica durante un periodo móvil de 60 trimestres. Los resultados de los Gráficos 31 y 32 muestran que la elasticidad de la tasa de desempleo al PIB permaneció relativamente estable en la Comunitat Valenciana –en torno a -0,8%– hasta el inicio de la crisis actual, mientras que en España aumentó (en valor absoluto) desde comienzos de la década de los 90. Desde comienzos de 2008, la respuesta de la tasa de desempleo a la evolución de la actividad económica aumentó (en valor absoluto) tanto por la intensa destrucción de empleo como por el crecimiento –hasta finales de 2009– de la población activa. Desde 1T10, la elasticidad se ha estabilizado en el entorno del 0,9% en valor absoluto, 0,1pp menos que la media nacional.

Con todo, la estimación de la versión estática de la ley de Okun permitiría aproximar el umbral de crecimiento económico a partir del cual la tasa de paro comenzaría a disminuir⁶. Así, los Gráficos 33 y 34 muestran que el crecimiento económico que permitiría reducir la tasa de paro en la Comunitat Valenciana habría disminuido en torno a 1,25pp durante las décadas de los 80 y 90 (frente a los 2pp del conjunto de España) hasta situarse en el 2,5%. Desde entonces, la tendencia ha sido creciente tanto en España como, sobre todo, en la Comunitat Valenciana. Así, tomando en consideración los últimos quince años, la estimación de la ley de Okun estática señala que el aumento de un 1pp cuando se sobrepasa el umbral de crecimiento del 3% reduciría la tasa de desempleo 0,9pp en la región. Para conseguir esta disminución de la tasa de paro de España sería necesario un crecimiento ligeramente inferior a 1pp por encima del umbral del 2,7%.

6: : Sea Δy_t la tasa de crecimiento interanual del PIB en el trimestre t , Δu_t la variación interanual de la tasa de desempleo en t y ϵ_t una perturbación aleatoria. A partir de la estimación de la versión estática de la ley de Okun ($\Delta u_t = \alpha + \beta \Delta y_t + \epsilon_t$), el crecimiento económico que haría cero el aumento de la tasa de desempleo ($\Delta u_t = 0$) vendría dado por $-\hat{\alpha} / \hat{\beta}$.

Gráfico 31

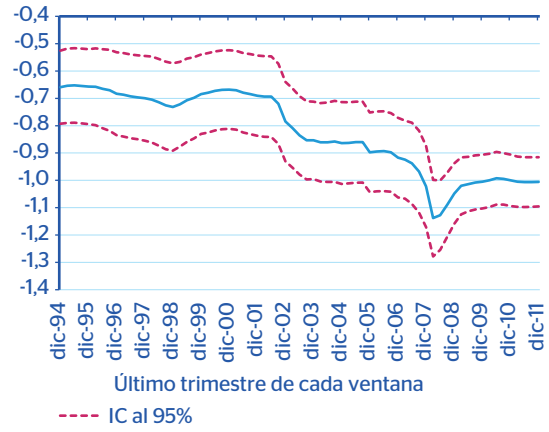
C. Valenciana: evolución de la elasticidad contemporánea de la tasa de desempleo al PIB (pp; ventana de 60 trimestres)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 32

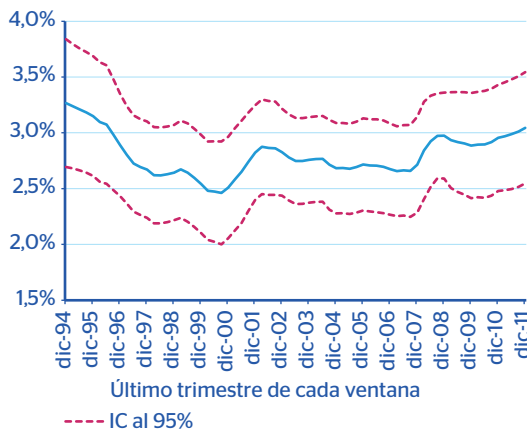
España: crecimiento del PIB y variación de la tasa de desempleo (pp; ventana de 60 trimestres)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 33

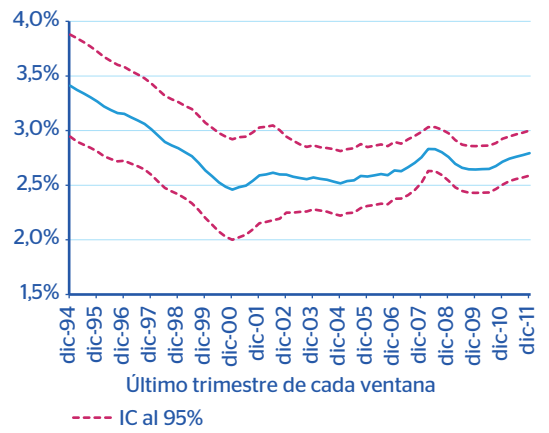
C. Valenciana: umbral de crecimiento necesario para reducir la tasa de desempleo (% a/a; ventana de 60 trimestres)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 34

España: umbral de crecimiento necesario para reducir la tasa de desempleo (% a/a; ventana de 60 trimestres)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

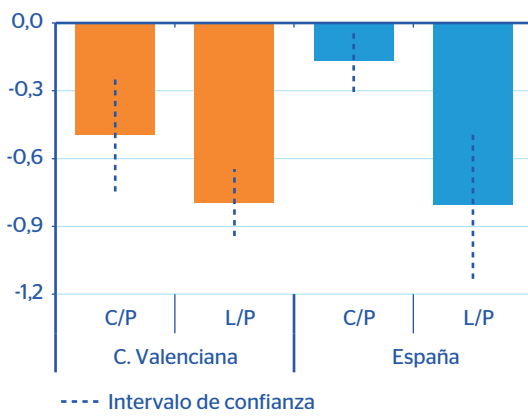
La versión estática de la ley de Okun asume que los cambios en el crecimiento se transmiten contemporáneamente a la tasa de desempleo. Sin embargo, la existencia tanto de shocks de oferta como de demanda, así como la existencia de expectativas por parte de los agentes, generan efectos temporales que pueden persistir en el tiempo, de forma que los efectos sobre el desempleo no tienen por qué ser exclusivamente contemporáneos.

La estimación de la ley de Okun dinámica desde 1T90 muestra que los cambios en el crecimiento económico valenciano afectan a la tasa de desempleo durante el trimestre en curso y durante los cinco siguientes⁷. Los resultados de la estimación reflejan que el cambio en la tasa de paro regional por efecto del crecimiento económico es relativamente más elevado en la Comunitat Valenciana en el corto plazo, pero no en el largo (véase el Gráfico 35). Por el contrario, la persistencia del desempleo es significativamente menor en la región: mientras que en el conjunto de España cerca de un 80% de los movimientos pasados en la tasa de paro se transmiten al trimestre en curso, en la Comunitat Valenciana éste efecto temporal se reduce hasta el 38% (véase el Gráfico 36). Este resultado refleja una mayor probabilidad de los parados valencianos de salir de la situación de desempleo, tanto para abandonar el mercado laboral como, sobre todo, para encontrar un empleo.

⁷ Los resultados detallados de las estimaciones se encuentran en el Anexo.

Gráfico 35

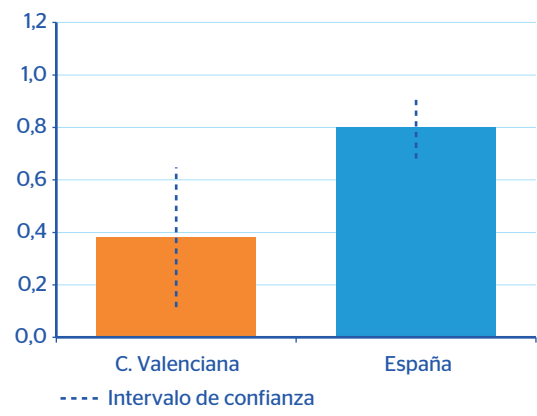
Ley Okun dinámica*: elasticidad de la tasa de desempleo al PIB (1T90-4T11)



* Para la C. Valenciana incluye los retardos 1,3 y 4 de la variación de la tasa de desempleo y 5 retardos del crecimiento del PIB; para España, 2 retardos de la variación de la tasa de desempleo y los retardos 3 y 4 del crecimiento del PIB
Fuente: BBVA Research

Gráfico 36

Ley Okun dinámica*: persistencia del desempleo (1T90-4T11)



* Para la C. Valenciana incluye los retardos 1,3 y 4 de la variación de la tasa de desempleo y 5 retardos del crecimiento del PIB; para España, 2 retardos de la variación de la tasa de desempleo y los retardos 3 y 4 del crecimiento del PIB
Fuente: BBVA Research

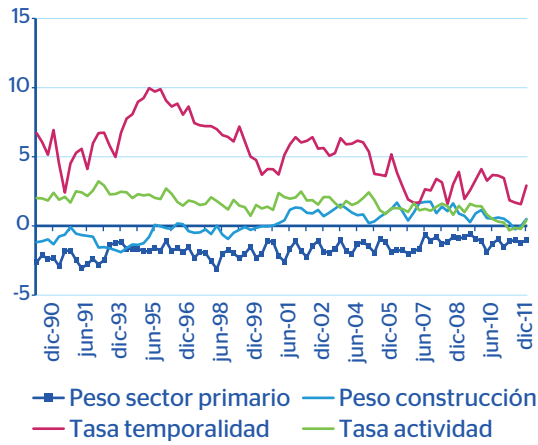
A la hora de analizar los efectos de la evolución económica sobre la tasa de paro, centrarse exclusivamente en la elasticidad del desempleo al PIB podría conducir a conclusiones erróneas dada la existencia de otras variables cuyo efecto sobre la evolución de la tasa de paro estaríamos obviando. Para tratar de evitar el sesgo provocado por la omisión de variables relevantes se han incluido en la estimación dos grupos que pueden condicionar la dinámica de la tasa de desempleo en la Comunitat Valenciana y sus diferencias con la del conjunto de España: indicadores demográficos (población nativa en edad de trabajar y tasa de dependencia) y laborales (tasa de actividad, de asalarización, de temporalidad y composición sectorial del empleo).

Como se puede observar en el Cuadro 5 situado en el Anexo, ninguna de las variables demográficas consideradas ayudan a explicar las variaciones de la tasa de paro en la Comunitat Valenciana una vez se han tenido en cuenta los efectos del crecimiento económico y la propia inercia del desempleo. Las únicas variables que contribuyen a mejorar la capacidad explicativa de la ley de Okun son el cambio en la composición sectorial de la ocupación, la evolución del peso del empleo por cuenta propia, la tasa de actividad y la tasa de temporalidad. Con todo, los resultados indican que, a pesar de la existencia de una relación contemporánea significativa, el efecto acumulado de cada una de estas variables sobre la tasa de desempleo es nulo. Por ejemplo, aumentos de la temporalidad durante el trimestre en curso tienden a incrementar la tasa de desempleo futura en una cuantía similar en la que reducen la tasa de desempleo presente.

Ahora bien, ¿cómo cambia la elasticidad de la tasa de desempleo al crecimiento económico cuando se incorporan las variables de mercado laboral en el análisis? Cuando introducimos las variables relevantes en una estimación dinámica conjunta, los resultados muestran que algunas de las variables contribuyen a explicar la existencia de una distinta respuesta del desempleo al crecimiento económico entre la Comunitat Valenciana y España. Como se puede observar en el Gráfico 38, la incorporación de la tasa de temporalidad -mayor en la región que en España- y del peso del empleo agrícola -ligeramente menor en la región- permiten explicar un 60% de la diferencia en la elasticidad de la tasa de paro al PIB en el corto plazo entre la Comunitat Valenciana y España y la totalidad de la discrepancia en la elasticidad de largo plazo.

Gráfico 37

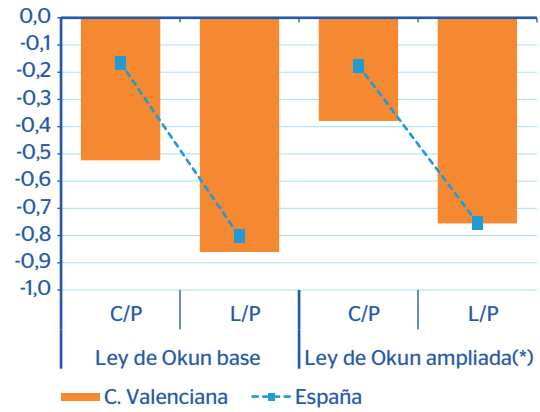
**Inclusión de variables
relativas al mercado laboral de la ley de Okun
ampliada. (Diferencial C. Valenciana-España pp)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 38

**Comunitat Valenciana: elasticidad
de la tasa de desempleo al PIB (1T90-4T11)**



* Para la C. Valenciana incluye 3 retardos de la de la tasa de desempleo, 5 del crecimiento del PIB, 1 de la temporalidad y 4 de la variación del peso de la agricultura. Para España incluye el PIB 1 un retardo, 2 retardos de la de la tasa de desempleo y la contemporánea de la tasa de temporalidad y de la variación de los autónomos con 2 y 1 retardos, respectivamente
Fuente: BBVA Research

Conclusión

En síntesis, el deterioro comparativamente elevado de la tasa de desempleo en la Comunitat Valenciana durante el último ciclo recesivo se explica tanto por su mayor elasticidad al PIB - que se contrajo considerablemente más que el del conjunto de España entre 2008 y 2011 - como por los efectos negativos de la mayor tasa de temporalidad y del menor peso del sector primario en el empleo.

Dado que el crecimiento esperado de la economía valenciana en el corto y medio plazo será débil, no debe esperarse una recuperación significativa del empleo en los próximos trimestres. Este hecho, unido a la escasa probabilidad de que se produzcan reducciones persistentes de la población activa, mantendrá la tasa de desempleo en niveles elevados durante la fase actual del ciclo económico. No obstante, la reforma laboral, aunque todavía puede mejorar algunos aspectos durante su tramitación parlamentaria, es un paso muy notable en la dirección correcta y puede repercutir de manera diferencialmente positiva en la reducción del desempleo regional en el medio y largo plazo.

Anexo

Cuadro 5

C. Valenciana: estimaciones de la ley de Okun ampliada (1T90-4T11)*

| Variable | | Ley de Okun estática | Ley de Okun dinámica (1) | (1)+var. pob. nativa 16-64 | (1)+tasa de depend. | (1)+var. empleo cta. propia | (1)+var. tasa tempor. | (1)+var. tasa actividad | (1)+var. peso construc. primario | (1)+var. peso sector primario | Ley de Okun dinámica ampliada |
|--|---------------------------------|------------------------|--------------------------|----------------------------|---------------------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| PIB (%a/a) | [a] | -0,89821913 (0,000) | -6,543 (0,000) | -6,558 (0,000) | -6,515 (0,000) | -5,929 (0,000) | -6,947 (0,000) | -6,555 (0,000) | -7,207 (0,000) | -6,742 (0,000) | -6,370 (0,000) |
| PIB (%a/a) (t-1) | [b] | | 18,688 (0,000) | 18,644 (0,000) | 18,675 (0,000) | 17,003 (0,000) | 20,456 (0,000) | 18,622 (0,000) | 21,014 (0,000) | 19,006 (0,000) | 17,967 (0,000) |
| PIB (%a/a) (t-2) | [c] | | -27,188 (0,001) | -26,978 (0,001) | -27,123 (0,001) | -24,611 (0,003) | -30,513 (0,000) | -27,381 (0,001) | -31,236 (0,000) | -27,103 (0,001) | -25,349 (0,001) |
| PIB (%a/a) (t-3) | [d] | | 23,948 (0,004) | 23,539 (0,004) | 23,862 (0,004) | 21,370 (0,010) | 27,310 (0,000) | 24,396 (0,003) | 27,953 (0,001) | 23,378 (0,003) | 21,606 (0,004) |
| PIB (%a/a) (t-4) | [e] | | -12,564 (0,009) | -12,199 (0,010) | -12,450 (0,010) | -11,042 (0,022) | -14,418 (0,001) | -12,910 (0,007) | -14,765 (0,003) | -11,936 (0,009) | -10,786 (0,013) |
| PIB (%a/a) (t-5) | [f] | | 3,136 (0,017) | 2,982 (0,022) | 3,047 (0,021) | 2,776 (0,034) | 3,562 (0,003) | 3,249 (0,013) | 3,676 (0,006) | 2,906 (0,020) | 2,553 (0,030) |
| | [a]+[b]+ [c]+[d]+ [e]+[f] | | -0,523 (0,000) | -0,571 (0,000) | -0,504 (0,001) | -0,434 (0,001) | -0,551 (0,000) | -0,578 (0,000) | -0,564 (0,000) | -0,490 (0,000) | -0,379 (0,003) |
| | L/P | | -0,860 (0,000) | -0,805 (0,000) | -0,794 (0,000) | -0,736 (0,000) | -0,830 (0,000) | -0,853 (0,000) | -0,848 (0,000) | -0,796 (0,000) | -0,755 (0,000) |
| Variación de la tasa de paro (t-1) | [g] | | 0,480 (0,000) | 0,465 (0,000) | 0,496 (0,000) | 0,517 (0,000) | 0,512 (0,000) | 0,425 (0,000) | 0,484 (0,000) | 0,505 (0,000) | 0,052 (0,000) |
| Variación de la tasa de paro (t-3) | [h] | | 0,276 (0,026) | 0,290 (0,019) | 0,276 (0,026) | 0,245 (0,068) | 0,248 (0,028) | 0,301 (0,016) | 0,280 (0,020) | 0,226 (0,069) | 0,277 (0,020) |
| Variación de la tasa de paro (t-4) | [i] | | -0,405 (0,001) | -0,418 (0,001) | -0,408 (0,001) | -0,351 (0,008) | -0,424 (0,000) | -0,404 (0,001) | -0,429 (0,000) | -0,347 (0,003) | -0,299 (0,009) |
| | [g]+[h]+[i] | | 0,350 (0,013) | 0,337 (0,016) | 0,365 (0,014) | 0,411 (0,003) | 0,336 (0,011) | 0,323 (0,027) | 0,335 (0,015) | 0,384 (0,004) | 0,498 (0,000) |
| Variación del peso de la población nativa 16-64 años | [j] | | | -0,199 (0,126) | | | | | | | |
| Variación de la tasa de dependencia | [k] | | | | 0,196 (0,328) | | | | | | |
| Variación del peso del empleo por cta. propia | [l] | | | | | 0,030 (0,813) | | | | | |
| Variación de la tasa de temporalidad | [m] | | | | | | -0,190 (0,009) | | | | -0,085 (0,002) |
| Variación de la tasa de temporalidad (t-1) | [n] | | | | | | 0,184 (0,010) | | | | 0,176 (0,011) |
| | [m]+[n] | | | | | | -0,006 (0,900) | | | | -0,043 (0,370) |
| Variación de la tasa de actividad | [o] | | | | | | | 0,455 (0,078) | | | |

Continúa en la siguiente página

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Cuadro 5 (cont.)

C. Valenciana: estimaciones de la ley de Okun ampliada (1T90-4T11)*

| Variable | Ley de Okun estática | Ley de Okun dinámica (1) | (1)+var. pob. nativa 16-64 | (1)+tasa de depend. | (1)+var. empleo propia | (1)+var. tasa tempor. | (1)+var. tasa actividad | (1)+var. peso construc. primario | (1)+var. peso sector primario | Ley de Okun dinámica ampliada |
|---|----------------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Variación de la tasa de actividad [p] (t-1) | | | | | | | 0,057 | | | |
| | | | | | | | (0,851) | | | |
| Variación de la tasa de actividad [q] (t-2) | | | | | | | -0,381 | | | |
| | | | | | | | (0,139) | | | |
| | | [o]+[p] +[q] | | | | | 0,130 | | | |
| | | | | | | | (0,592) | | | |
| Variación del peso del empleo en construcción (t-3) | | | | | | | | 0,450 | | |
| | | | | | | | | (0,016) | | |
| Variación del peso del empleo en construcción (t-4) | | | | | | | | -0,394 | | |
| | | | | | | | | (0,043) | | |
| | | [r]+[s] | | | | | | 0,056 | | |
| | | | | | | | | (0,689) | | |
| Var. peso del empleo en sector primario [t] | | | | | | | | | | |
| Var. peso del empleo en sector primario (t-1) | | | | | | | | | -0,439 | -0,447 |
| | | | | | | | | | (0,031) | (0,022) |
| Var. peso del empleo en sector primario (t-2) | | | | | | | | | 0,573 | 0,6086 |
| | | | | | | | | | (0,019) | (0,009) |
| Var. peso del empleo en sector primario (t-3) | | | | | | | | | -0,370 | -0,218 |
| | | | | | | | | | (0,093) | (0,301) |
| Var. peso del empleo en sector primario (t-4) | | | | | | | | | 0,416 | 0,364 |
| | | | | | | | | | (0,034) | (0,051) |
| | | [t]+[u] +[v]+[w] +[x] | | | | | | | 0,179 | 0,308 |
| | | | | | | | | | (0,421) | (0,154) |
| Constante | 0,0258 (0,000) | 0,0145 (0,000) | 0,0145 (0,001) | 0,0141 (0,000) | 0,0148 (0,000) | 0,0119 (0,002) | 0,0151 (0,000) | 0,0149 (0,000) | 0,0154 (0,000) | 0,0194 (0,000) |
| # observaciones | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 |
| R2 | 0,664 | 0,934 | 0,935 | 0,936 | 0,936 | 0,941 | 0,935 | 0,951 | 0,939 | 0,954 |
| R2 ajustado | 0,660 | 0,925 | 0,925 | 0,927 | 0,927 | 0,933 | 0,926 | 0,942 | 0,928 | 0,943 |
| RMSE | 0,017 | 0,008 | 0,008 | 0,008 | 0,008 | 0,931 | 0,008 | 0,007 | 0,008 | 0,007 |
| AIC | -424,7701 | -540,1123 | -538,2180 | -540,8474 | -541,2910 | -545,2163 | -540,2310 | -557,0567 | -540,3923 | -557,6531 |
| SBIC | -419,9812 | -516,1678 | -509,4847 | -514,5085 | -514,9521 | -516,4829 | -513,8920 | -523,5344 | -509,2645 | -519,3420 |

p-valor entre paréntesis

* Una estimación similar de la Ley de Okun para el caso español puede encontrarse en las revistas Situación Galicia (febrero 2011), Situación País Vasco (junio 2011) y Situación Andalucía (julio 2011), todas ellas disponibles en: <http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>

Fuente: BBVA Research

5. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de la Comunitat Valenciana⁸

Este apartado resume los resultados obtenidos en de la Fuente (2011), donde se construyen series homogeneizadas de financiación autonómica con criterios de caja y de devengo para las comunidades autónomas de régimen común durante el período 2002-2009⁹. Con el fin de facilitar las comparaciones entre regiones, la financiación se calcula "a competencias homogéneas" -esto es, incluyendo sólo los recursos destinados a financiar un nivel común y uniforme en el tiempo de competencias que incluye la gestión de la sanidad y de la educación pero no algunas competencias singulares (como las instituciones penitenciarias o la policía) que sólo han sido asumidas hasta el momento por determinadas comunidades. Por la misma razón, los ingresos correspondientes a Canarias incluyen los recursos adicionales que esta región obtiene fuera del sistema ordinario de financiación, gracias al peculiar Régimen Económico y Fiscal del que disfruta (los llamados Recursos REF), y los ingresos tributarios de las comunidades autónomas se contabilizan de una forma que intenta aproximar la recaudación que se habría obtenido de haberse aplicado una normativa común en todas ellas.

Las series distinguen entre la financiación definitiva que corresponde a cada comunidad autónoma en un año determinado con un criterio de devengo y los ingresos reales que ésta percibe "por caja" con cargo al sistema durante dicho ejercicio. En el caso de los tributos gestionados directamente por las comunidades autónomas, ambos conceptos coinciden, al menos, aproximadamente. En el caso de las transferencias estatales (ligadas por ejemplo al Fondo de Suficiencia) y de los impuestos gestionados por la Agencia Tributaria estatal (incluyendo el IRPF y el IVA), sin embargo, existe una diferencia que puede llegar a ser importante entre ambos conceptos. Lo que las comunidades ingresan realmente a lo largo del año t son una serie de entregas a cuenta basadas en las previsiones recogidas en los Presupuestos Generales del Estado que se pagan por doceavas partes mensuales así como, en algunos años, ciertos anticipos a cuenta de la financiación definitiva. La diferencia entre los ingresos definitivos que corresponden a cada región en el año t y las entregas a cuenta y anticipos percibidas por ésta a lo largo del ejercicio se calcula (y generalmente, aunque no siempre, se abona) dos años más tarde, una vez se dispone de todos los datos necesarios para realizar la liquidación del sistema. En ese momento es también cuando se abonan los Fondos de Convergencia, para los que la ley no prevé la existencia de entregas a cuenta. Por lo tanto, en el año t las regiones ingresan las entregas a cuenta correspondientes al ejercicio en curso y , en principio, la liquidación de $t-2$, mientras que la liquidación de t se realiza en $t+2$.

La evolución de la financiación agregada

El Gráfico 39 resume la evolución de la financiación agregada a competencias homogéneas de las comunidades autónomas de régimen común entre 2002 y 2009. Para 2009 se muestran tanto los recursos por habitante a precios constantes que estos territorios habrían recibido con el anterior sistema de financiación (sistema 2001) como los que realmente han percibido con el nuevo modelo que comenzó a aplicarse en dicho año (sistema 2009).

El gráfico ilustra dos hechos importantes. El primero es la gran sensibilidad de la financiación autonómica al ciclo económico. Y el segundo es que se ha retrasado durante dos años la caída de los ingresos autonómicos en términos de caja, lo que tiene su explicación tanto en la mecánica del sistema como en los errores de previsión del Gobierno Central¹⁰. Lo anterior ha permitido a los gobiernos regionales posponer el inicio de los ajustes exigidos por la crisis actual más de lo que habría sido prudente.

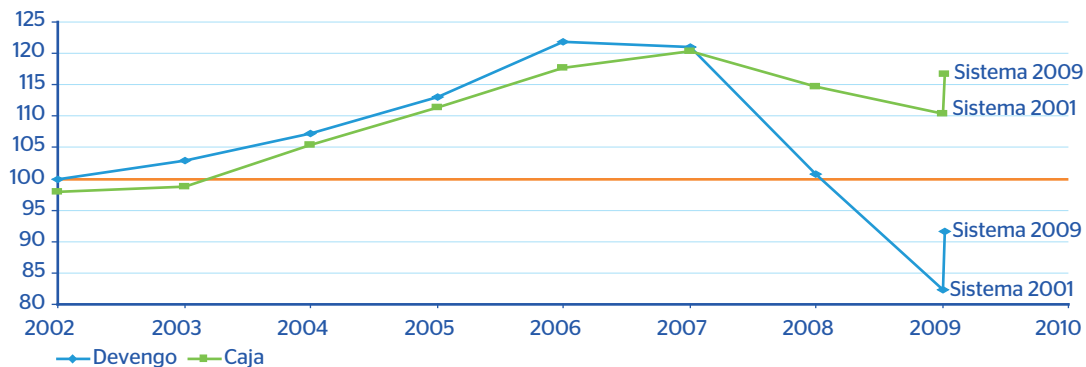
8: Angel de la Fuente Instituto de Análisis Económico (CSIC)

9: de la Fuente, A. (2011). "La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 1999-2009." BBVA Research, documento de Trabajo de próxima publicación. El trabajo y las series que en él se construyen están disponibles en: <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

10: Las entregas a cuenta a las regiones se fijan en base a las previsiones de recaudación recogidas en el proyecto de presupuestos generales del Estado. Por lo tanto, las caídas inesperadas de ingresos tributarios no afectan a la financiación por caja durante el ejercicio en curso sino dos años más tarde, cuando se practica la liquidación del sistema.

Gráfico 39

Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas a precios constantes financiación devengada por habitante en 2002 = 100



Fuente: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Durante el período de expansión comprendido entre 2002 y 2006, la financiación definitiva a competencias homogéneas por habitante, medida a precios constantes de 2002, aumentó en un 22%. Esto fue posible gracias a una especie de burbuja fiscal que ha tenido mucho que ver con el *boom* de la vivienda, pero no sólo con él. Durante el mismo período, los componentes más volátiles de la base tributaria (incluyendo no sólo las rentas gravadas sino también el gasto sujeto a tributación, como la compra de vivienda) se dispararon al alza en más de 15 puntos del PIB, con el consiguiente aumento de los ingresos tributarios autonómicos y estatales.

Tras 2007, sin embargo, cambiaron las tornas. La relación entre la base tributaria y el PIB vuelve de golpe a niveles más normales y la recaudación tributaria se desploma. También lo hace, lógicamente, la financiación autonómica, que está ligada a los ingresos tributarios estatales y regionales, aunque la disminución se difiere en dos años cuando se considera la financiación por caja porque el descenso de la recaudación tarda en trasladarse a las entregas a cuenta a las regiones. De no haber sido por los recursos adicionales que el Estado inyectó en 2009 con motivo del cambio de sistema, la financiación definitiva por habitante se habría reducido en un 32% en términos reales entre 2007 y 2009. La inyección de recursos que ha supuesto el nuevo acuerdo de financiación reduce esta caída en unos ocho puntos porcentuales. Aún así, la pérdida de recursos por habitante se sitúa por encima del 20% en sólo dos años en términos de devengo - pero sólo en el 3% en términos de caja, lo que implica que el grueso del *shock* de ingresos derivado de la crisis actual no había llegado a las finanzas autonómicas en 2009.

La financiación relativa por habitante ajustado

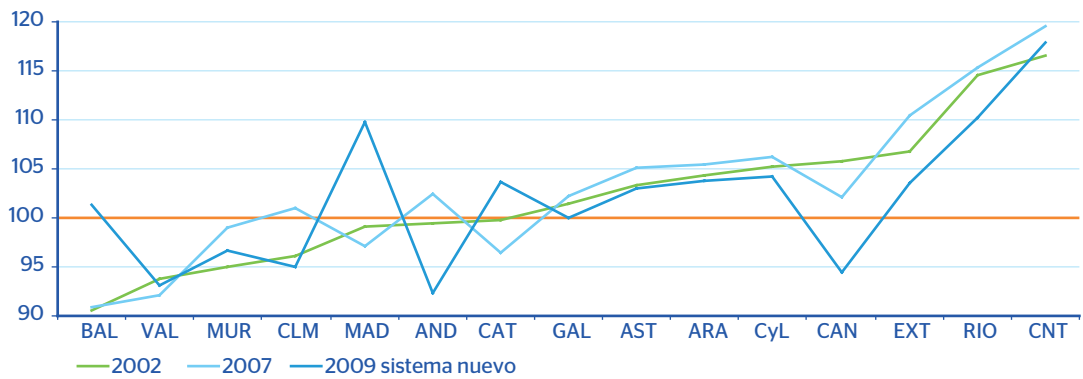
El Gráfico 40 muestra la distribución de la financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado o por unidad de necesidad en 2002, 2007 y 2009¹¹.

La comparación entre los resultados del nuevo modelo en 2009 y los de su antecesor en 2007 es particularmente relevante porque esta última referencia es seguramente la que ancla las expectativas con las que los gobiernos regionales abordaron las negociaciones para la última reforma del sistema, dado que la liquidación de 2007 era la última disponible en ese momento. Desde esta perspectiva, los cambios que observamos en la posición relativa de algunas regiones resultan preocupantes y sugieren que las presiones para una nueva reforma del sistema no tardarán mucho en intensificarse. Así, mientras que Cataluña, Baleares y Madrid ganan entre 7 y 13 puntos en estos dos años y pasan a situarse por encima de la media, Castilla la Mancha, Canarias y Andalucía pierden entre 6 y 10 puntos y caen desde niveles superiores a la media hasta las últimas posiciones del *ranking* de financiación por unidad de necesidad. En el caso de Galicia no se observan diferencias significativas entre el nuevo modelo de 2009 y los resultados de su antecesor en 2002 o 2007.

11: En el nuevo modelo de financiación se calcula un indicador de necesidades de gasto regionales, la llamada población ajustada, ponderando las poblaciones regionales por un factor que recoge (la estimación que hace el sistema de) el coste por habitante de prestar en cada región los servicios públicos de titularidad autonómica a un nivel uniforme de calidad. De esta forma se introduce una corrección por el hecho de que los costes por habitante de los servicios públicos serán mayores en las regiones más envejecidas o más extensas, por citar sólo dos de los factores relevantes. Al dividir la financiación por la población ajustada en vez de por la población real, se obtiene un indicador que recoge lo bien o mal financiada que está cada región mejor que la financiación por habitante.

Gráfico 40

Índice de financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado 2002 vs. 2009 con el nuevo sistema



Notas: Financiación con criterio de devengo. La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.
Fuente: de la Fuente A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Es importante observar que los bruscos cambios en las posiciones relativas de algunas regiones que se observan entre 2007 y 2009 en el Gráfico 40 no se deben únicamente al desigual impacto territorial de la actual crisis y al reparto de los recursos adicionales inyectados por la Administración Central en el nuevo modelo, sino también a la interacción de la propia crisis con algunos elementos "técnicos" del sistema de financiación que seguramente convendría revisar.

El primer problema en este sentido es que el agregado de ingresos estatales netos al que están referenciadas las transferencias del Fondo de Suficiencia (el llamado ITEn) refleja de una forma perversa los errores de previsión que pueda cometer el Gobierno central a la hora de elaborar los Presupuestos Generales del Estado (PGE). La razón es que el ITEn se calcula en términos de caja, sustrayendo de los ingresos totales por IRPF, IVA e IIEE no los rendimientos definitivos de los tramos autonómicos de estos impuestos, sino la suma de las entregas a cuenta del año en curso y la liquidación abonada en el mismo, que generalmente es la correspondiente a dos años atrás. Si el Gobierno central es demasiado optimista, esto es, si sobrevalora los ingresos tributarios autonómicos y se excede en las entregas a cuenta, el ITEn será menor de lo que lo habría sido en ausencia del error de previsión, lo que se traducirá en una reducción del Fondo de Suficiencia que tendrá efectos muy desiguales sobre las distintas regiones dependiendo del peso de este Fondo en los ingresos de cada una. En principio, el error se corrige por sí solo dos años más tarde. Cuando las comunidades devuelven al Estado el exceso de entregas a cuenta del año t en la liquidación que se practica en t+2, el ITEn de este último año se incrementará en la misma cuantía en la que se había reducido el ITEn del año t como resultado del error de previsión.

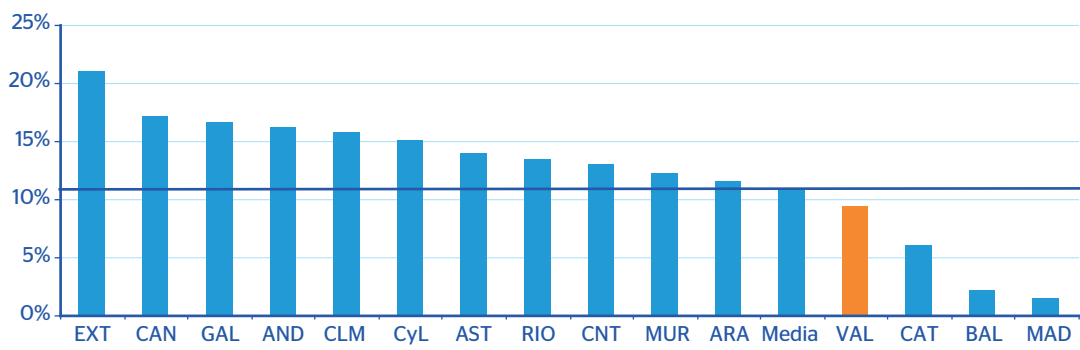
En condiciones normales, por tanto, el problema que esto supone no es grave porque los errores de previsión suelen ser relativamente reducidos excepto en los momentos de cambio de ciclo y se compensan automáticamente en el plazo de dos años. Sin embargo, en 2009 concurren dos circunstancias que hacen que las cosas sean muy distintas. La primera es que el error de previsión ha sido enorme (la recaudación por los impuestos que integran el ITEn se ha quedado casi 35.000 millones por debajo de lo previsto en los PGE). Y la segunda es que se trata del año base efectivo de un nuevo sistema muy distinto en algunos aspectos de su antecesor. Puesto que las transferencias del Fondo de Suficiencia tendrán un peso muy inferior en el nuevo sistema, la distorsión generada por el error de previsión de 2009 no desaparecerá en dos años sino que tendrá un efecto permanente sobre la financiación de las regiones afectadas, que en algunos casos iniciarán su andadura en un nuevo sistema dotado de una considerable inercia en una posición relativa muy distinta de la esperada en el momento de la negociación del mismo.

Una segunda complicación con implicaciones similares a las del problema que se acaba de describir surge porque los ingresos autonómicos son también sensibles a ciertas medidas de estímulo fiscal que el Gobierno central adoptó o mantuvo durante 2009, incluyendo la deducción de 400 euros en el IRPF para las rentas del trabajo y asimiladas y las pérdidas de recaudación del IVA debidas a la agilización de las devoluciones y a las mayores facilidades ofrecidas para conceder aplazamientos.

El problema no es, ciertamente, que el Gobierno central pueda adoptar medidas de impulso fiscal en un período recesivo, sino que la estructura del sistema de financiación y el cambio en su año base hacen que tales medidas tengan efectos digamos accidentales sobre toda la senda futura de la financiación regional.

Gráfico 41

Reducción de los ingresos autonómicos a competencias homogéneas en 2009 debida a causas técnicas como % de la financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema de financiación



Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El Gráfico 41 resume el impacto conjunto de estas medidas y de los errores de previsión sobre la financiación de las distintas comunidades autónomas en 2009 bajo el antecesor del sistema actual – un efecto que se traslada directamente al nuevo sistema a través de su cláusula de *statu quo*, que garantiza que ninguna comunidad pierda recursos con el cambio de modelo. En su conjunto, estos factores redujeron la financiación total de las comunidades de régimen común en 2009 en 9.822 millones de euros, o un 10,86% de su financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema. Casi tres cuartas partes de esta cantidad provienen de la reducción del Fondo de Suficiencia y afectan por tanto a las distintas comunidades en proporción a sus respectivas participaciones en ese Fondo. Por consiguiente, las comunidades más perjudicadas por los efectos que estamos analizando. Así, Extremadura, Canarias, Galicia, Andalucía y las dos Castillas han visto reducida su financiación en más de un 15%, mientras que Madrid, Baleares y Cataluña sólo han perdido entre un 1,5% y un 6% de sus recursos a competencias homogéneas.

En algún sentido, el efecto neto de las distorsiones cuantificadas en el Gráfico 41 sobre las dos colas de la distribución de la financiación por habitante ajustado que se describe en el Gráfico 40 ha de considerarse positivo pues éstas han contribuido a acercar a la media algunas de las regiones mejor y peor financiadas bajo el sistema anterior (como Extremadura, Cantabria, la Rioja y Castilla y León en la parte alta de la distribución y Baleares y la Comunitat Valenciana en la parte baja). En la zona central de la distribución, sin embargo, las distorsiones acentúan la caída de Canarias, Castilla la Mancha, Murcia y Andalucía hasta niveles claramente inferiores a la media. En cualquier caso, lo que no parece muy razonable es que la posición inicial de las regiones en el nuevo sistema se vea afectada por factores digamos accidentales que en buena medida constituyen una externalidad asociada a decisiones del Gobierno central y que difícilmente podían haber sido previstos durante la negociación del Acuerdo para la reforma del sistema.

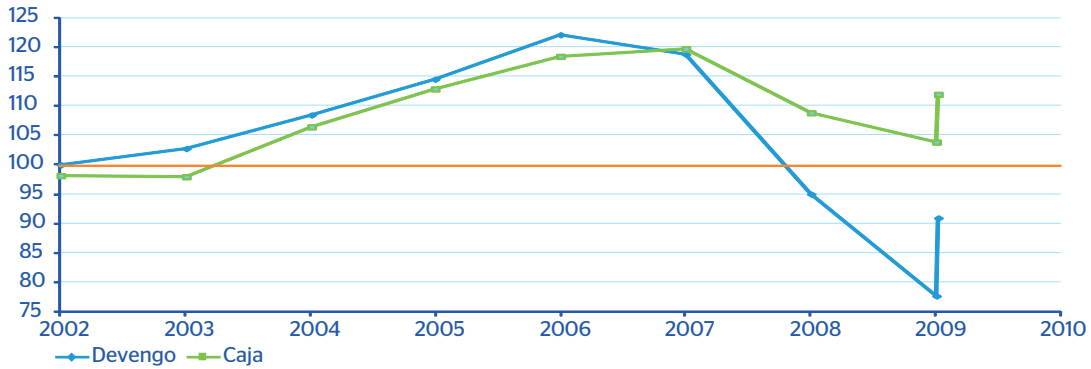
El caso de la Comunitat Valenciana

Los Gráficos 42 y 43 resumen la situación de la Comunitat Valenciana. El primero de ellos muestra un patrón similar al observado en el conjunto de las regiones de régimen común: una fuerte caída de la financiación devengada por habitante ajustado medida en términos reales entre 2007 y 2009 que sólo se ha trasladado mínimamente a la financiación por caja en este último año. La Comunitat Valenciana se sitúa muy cerca del promedio nacional en términos de la caída de la financiación devengada (el 23,4% frente al 24,3%) pero presenta un descenso de la financiación por caja más acusado que la media (del 6,5% frente al 3,1%). Así pues, el sistema ha preservado a la región del grueso del shock de ingresos derivado de la crisis aunque en un grado algo menor que en el caso

de la comunidad media. Aún así, el acusado descenso de la financiación devengada se trasladará en los próximos años a la financiación por caja, obligando a un fuerte ajuste para garantizar la sostenibilidad de las cuentas valencianas.

Gráfico 42

Comunitat Valenciana: índice de financiación por habitante a competencias homogéneas a precios constantes financiación devengada por habitante en 2002 = 100



Nota: La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.
Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Mirando hacia atrás, el Gráfico 43 muestra que la financiación valenciana ha estado significativamente por debajo de la media nacional durante todo el período analizado. De hecho, la Comunitat Valenciana aparece consistentemente en el penúltimo puesto del ranking de financiación por habitante ajustado, sólo por delante de Baleares hasta la reforma del sistema en 2009 y de Andalucía tras la reforma. La financiación relativa de la comunidad, además, muestra una clara tendencia a la baja desde 2005 que la lleva a situarse en 2008 más de diez puntos porcentuales por debajo de la media nacional. La situación mejora apreciablemente en 2009 gracias a la reforma del sistema pero no lo suficiente como para eliminar el persistente déficit de financiación de la región. Aunque la Comunitat Valenciana gana en torno a cinco puntos de financiación relativa con la reforma, lo que la convierte en la segunda región más beneficiada por la misma tras Baleares, esto no impide que su índice de financiación por unidad de necesidad se mantenga en 2009 más de siete puntos por debajo del promedio nacional en términos de devengo y casi diez en términos de caja.

Gráfico 43

Comunitat Valenciana: índice de financiación por habitante a competencias homogéneas conjunto de comunidades de régimen común = 100



Nota: La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.
Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

6. Cuadros

Cuadro 6

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

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Actividad | | | | | |
| PIB real | -3,7 | -0,1 | 0,7 | -1,3 | 0,6 |
| Consumo privado | -4,3 | 0,8 | -0,1 | -2,0 | -0,9 |
| Consumo público | 3,8 | 0,2 | -2,2 | -3,1 | -1,8 |
| Formación Bruta de Capital | -16,4 | -6,0 | -5,2 | -6,2 | -1,9 |
| Bienes de equipo y otros productos | -22,6 | 5,5 | 1,5 | -5,2 | 1,9 |
| Construcción | -15,4 | -10,1 | -8,1 | -7,3 | -4,0 |
| Vivienda | -22,0 | -9,8 | -4,9 | -6,5 | -1,5 |
| Demanda Interna (contribución al crecimiento) | -6,5 | -1,0 | -1,8 | -3,2 | -1,3 |
| Exportaciones | -10,2 | 13,5 | 9,1 | 1,6 | 8,2 |
| Importaciones | -16,9 | 8,9 | -0,1 | -4,8 | 2,1 |
| Demanda Externa (contribución al crecimiento) | 2,8 | 0,9 | 2,5 | 1,9 | 1,9 |
| PIB nominal | -3,7 | 0,3 | 2,3 | 0,1 | 1,6 |
| (Miles de millones de euros) | 1047,8 | 1051,3 | 1073,8 | 1076,0 | 1093,4 |
| Mercado de trabajo | | | | | |
| Empleo, EPA | -6,8 | -2,3 | -1,9 | -4,2 | -1,9 |
| Tasa de paro (% población activa) | 18,0 | 20,1 | 21,6 | 24,4 | 24,6 |
| Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo) | -6,4 | -2,6 | -2,0 | -3,8 | -1,9 |
| Productividad aparente del factor trabajo | 2,7 | 2,6 | 2,7 | 2,5 | 2,5 |
| Precios y costes | | | | | |
| IPC (media anual) | -0,3 | 1,8 | 3,2 | 1,2 | 1,1 |
| Deflactor del PIB | 0,1 | 0,4 | 1,4 | 1,4 | 1,0 |
| Deflactor del consumo privado | -1,2 | 2,4 | 1,8 | 1,4 | 1,0 |
| Remuneración por asalariado | 4,3 | 0,0 | 0,8 | 2,8 | 3,9 |
| Coste laboral unitario | 1,6 | -2,6 | -1,9 | 0,3 | 1,4 |
| Sector exterior | | | | | |
| Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB) | -5,2 | -4,6 | -3,7 | -3,5 | -1,1 |
| Sector público | | | | | |
| Deuda (% del PIB) | 53,6 | 60,7 | 68,5 | 72,5 | 74,4 |
| Saldo de las AA.PP. (% del PIB) | -11,2 | -9,3 | -8,5 | -5,3 | -3,0 |
| Hogares | | | | | |
| Renta disponible nominal | 0,9 | -2,4 | 0,0 | -1,5 | 0,8 |
| Tasa de ahorro (% renta nominal) | 18,5 | 13,9 | 11,1 | 10,2 | 10,9 |

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Cuadro 7

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

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| PIB real | -4,2 | 1,8 | 1,5 | -0,5 | 1,0 |
| Consumo privado | -1,2 | 0,8 | 0,2 | -0,2 | 0,8 |
| Consumo público | 2,6 | 0,5 | 0,1 | -0,4 | 0,5 |
| Formación Bruta de Capital Fijo | -12,0 | -0,7 | 1,6 | -2,6 | 1,5 |
| Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados | -15,5 | 4,8 | 4,5 | -2,6 | 2,2 |
| Equipo y Maquinaria | -17,7 | 4,2 | 5,1 | -1,9 | 2,3 |
| Construcción | -9,5 | -4,3 | -0,4 | -3,0 | 1,0 |
| Vivienda | -11,7 | -3,3 | 1,9 | -1,0 | 1,2 |
| Otros edificios y Otras Construcciones | -7,0 | -5,4 | -2,9 | -5,2 | 0,7 |
| V. existencias (contribución al crecimiento) | -0,8 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda interna (contribución al crecimiento) | -3,5 | 1,0 | 0,5 | -0,7 | 0,9 |
| Exportaciones | -12,8 | 11,1 | 6,3 | 2,6 | 3,3 |
| Importaciones | -11,6 | 9,4 | 4,0 | 2,1 | 3,1 |
| Demanda externa (contribución al crecimiento) | -0,7 | 0,8 | 1,0 | 0,2 | 0,1 |
| Pro-memoria | | | | | |
| PIB sin inversión en vivienda | -3,7 | 2,1 | 1,5 | -0,5 | 1,0 |
| PIB sin construcción | -3,5 | 2,6 | 1,7 | -0,2 | 1,0 |
| Empleo total (EPA) | -1,8 | -0,5 | 0,1 | -0,2 | 0,3 |
| Tasa de Paro (% Pob. Activa) | 9,6 | 10,1 | 10,2 | 10,6 | 10,5 |
| Saldo por cuenta corriente (%PIB) | -0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,4 |
| Saldo de las AA.PP (% PIB) | -6,4 | -6,2 | -4,2 | -3,0 | -2,0 |
| IPC (media periodo) | 0,3 | 1,6 | 2,7 | 1,8 | 1,3 |

 Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012
 Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Cuadro 8

Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

| (Tasas anuales, %) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | -3,5 | 3,0 | 1,7 | 2,3 | 2,2 |
| UEM | -4,2 | 1,8 | 1,6 | -0,5 | 1,0 |
| Alemania | -5,1 | 3,6 | 3,0 | 0,5 | 1,7 |
| Francia | -2,6 | 1,4 | 1,6 | 0,2 | 1,4 |
| Italia | -5,1 | 1,4 | 0,4 | -1,5 | 0,2 |
| España | -3,7 | -0,1 | 0,7 | -1,3 | 0,6 |
| Reino Unido | -4,4 | 2,1 | 0,9 | 0,5 | 1,4 |
| América Latina * | -0,6 | 6,6 | 4,5 | 3,7 | 4,1 |
| México | -6,1 | 5,4 | 3,8 | 3,3 | 2,9 |
| EAGLES ** | 4,0 | 8,4 | 6,7 | 5,9 | 6,5 |
| Turquía | -4,9 | 9,2 | 8,5 | 1,9 | 4,2 |
| Asia-Pacífico | 4,2 | 8,1 | 5,8 | 5,8 | 6,1 |
| China | 9,2 | 10,4 | 9,2 | 8,3 | 8,7 |
| Asia (exc. China) | 1,0 | 6,7 | 3,5 | 4,2 | 4,4 |
| Mundo | -0,6 | 5,1 | 3,9 | 3,5 | 4,1 |

 Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012
 * Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Venezuela
 ** Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea, México, Rusia, Taiwan, Turquía
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

Previsiones macroeconómicas: tipos de interés a 10 años (promedio)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | 3,2 | 3,2 | 2,8 | 2,3 | 2,7 |
| UEM | 3,3 | 2,8 | 2,6 | 2,2 | 2,7 |

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

| Dólares (\$) por moneda nacional | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos (EUR por USD) | 0,72 | 0,76 | 0,72 | 0,80 | 0,79 |
| UEM | 1,39 | 1,33 | 1,39 | 1,26 | 1,27 |
| Reino Unido | 1,56 | 1,55 | 1,60 | 1,59 | 1,64 |
| China | 6,83 | 6,77 | 6,46 | 6,25 | 5,94 |

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 11

Previsiones macroeconómicas: tipos de interés oficiales (fin de período)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| UEM | 1,00 | 1,00 | 1,10 | 0,75 | 0,75 |
| China | 5,31 | 5,81 | 6,56 | 6,06 | 6,56 |

Fecha cierre de previsiones: 31 de enero de 2012

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:
Economista Jefe Economías Desarrolladas
Rafael Doménech
 +34 91 537 36 72
 rdomenech@bbva.com

España

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

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

Myriam Montañez
 +34 954 24 74 8
 miriam.montanez@bbva.com

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

Anabel Arador
 +34 91 374 401 40 42
 ana.arador@grupobbva.com

Ángel Gavilán
 +34 91 374 52 62
 angel.gavilan@bbva.com

Miguel Pérez
 +34 91 374 75 28
 m.perezvillaseca@bbva.com

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

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

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

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

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

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

Leticia Riva
 +34 91 374 62 66
 leticia.riva@bbva.com

BBVA Research
Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia
Economías Emergentes:
Alicia García-Herrero
 alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Coordinación Latam

Juan Ruiz
 juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
 gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
 apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
 juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
 hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
 oswaldo_lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo
 a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
 juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
 rdomenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
 miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
 mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
 nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
 sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
 arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
 david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
 maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
 s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
 ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
 ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
 javier.serna@bbvauk.com

 Tipos de Interés, Divisas y
 Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
 luisen.rodriguez@grupobbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
 clara.barrabes@bbva.com

Interesados dirigirse a:
BBVA Research

 Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
 28046 Madrid (España)
 Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
 Fax: +34 91 374 30 25
 bbvaresearch@bbva.com
 www.bbvaresearch.com