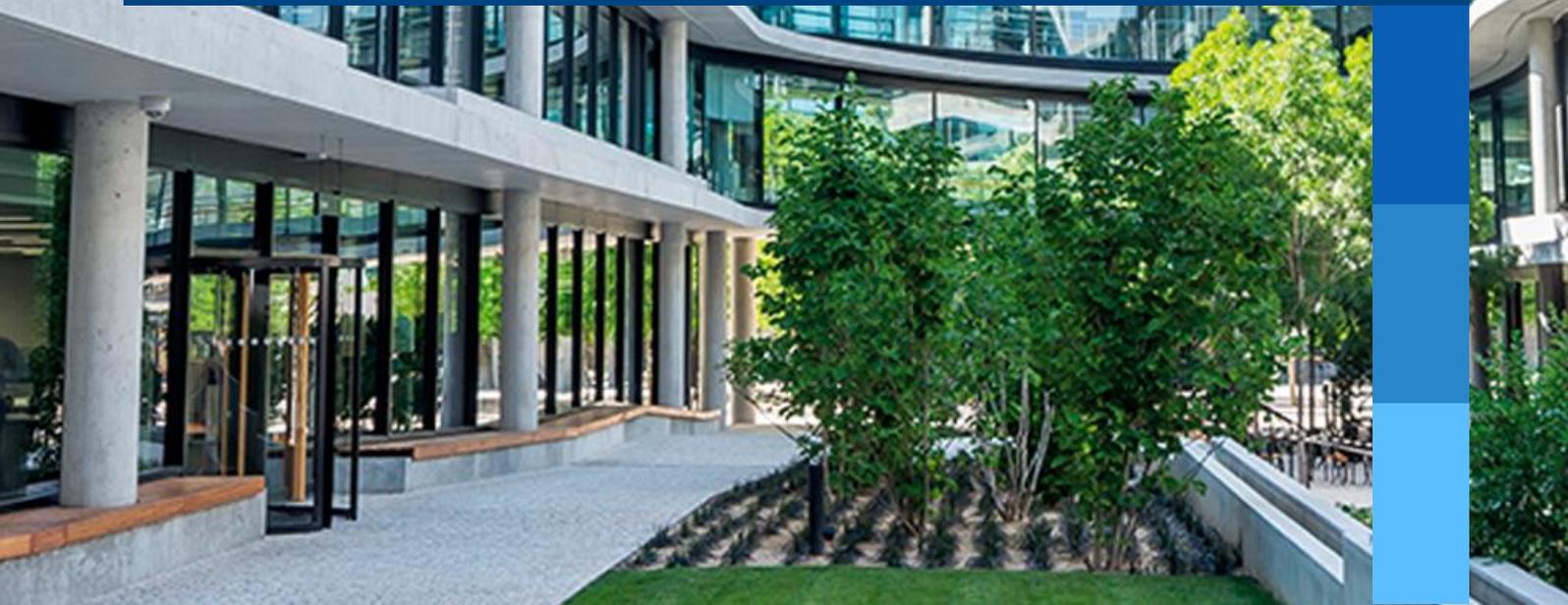


The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación La Rioja

2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



Índice

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

Fecha de cierre: **15 de junio de 2017**

1. Editorial

El PIB riojano experimentó un avance del 1,5% a/a en 2016, siendo la región con un menor crecimiento en ese año. Ello se explica por un shock específico en el sector industrial con impacto especialmente en la primera parte de 2016, pero **que parece haber sido superado progresivamente** a medida que fue avanzando el año. En el resto de la economía riojana, el avance se ha apoyado en el dinamismo de algunos componentes de la demanda interna. En particular, del consumo privado, que se vio impulsado por la mejora de la confianza, la reducción de los tipos de interés, el aumento de las nuevas operaciones de crédito y la disminución de la presión fiscal. Tras las reformas implementadas durante años anteriores y la reducción de los desequilibrios acumulados por el sector privado en el período anterior a la crisis, la inversión comienza a dar alguna señal positiva, en particular en la importación de bienes de equipo. Por otra parte, **las exportaciones de bienes se estancaron**, en particular en el sector de alimentación, bebidas y tabaco, condicionadas en gran parte por factores puntuales, mientras que las de servicios turísticos mejoraron, a pesar de la caída de viajeros residentes. Lo anterior dio lugar a un aumento del empleo ligeramente inferior a la media nacional. **En el inicio de 2017, los datos disponibles apuntan a una nueva aceleración del crecimiento.** En particular, durante el primer semestre del año el PIB regional podría estar aumentando alrededor de un 0,8% t/t promedio (CVEC¹), un avance similar al de la economía española. También la Encuesta BBVA de Actividad Económica en La Rioja muestra saldos de respuestas en actividad y perspectivas que mejoran los de trimestres anteriores (véase Recuadro 1).

Hacia delante, se espera que el crecimiento se acelere en torno al 2,9% en 2017, para desacelerarse en 2018 hasta el 2,7%, similar a lo esperado para el conjunto de España (3,0% y 2,7%), a medida que pierdan vigor algunos factores que han impulsado tanto a la demanda interna como al sector exportador. Esto implicaría completar cinco años con un crecimiento anual positivo, creciendo en el próximo bienio en torno a un punto por encima de la media de crecimiento desde 1991. De cumplirse este escenario, se espera que se puedan crear 5 mil puestos de trabajo entre el final de 2016 y el de 2018, y reducir la tasa de paro hasta el 10,9%. La mejora del entorno exterior, la menor necesidad de aplicar ajustes en el sector público, junto con un contexto todavía favorable de la política monetaria, soportarán este avance del PIB en el horizonte de previsión. En todo caso, aún si se cumplen estas previsiones, la tasa de desempleo se situará a finales del año siguiente 5 p.p. por encima de su nivel de comienzos de 2008. La región recuperará su nivel de PIB per cápita precrisis el año próximo, no así el nivel absoluto de PIB precrisis. Ello se debe tanto al menor número de ocupados, como a la negativa evolución de la población regional desde 2008 (-1,8% hasta el año pasado), sin que se prevea un cambio de tendencia en lo demográfico de cara a 2018.

El entorno presenta riesgos para la región, tanto internos como externos. Por una parte, aunque **el precio del petróleo** parece haberse consolidado en niveles que suponen un aumento del 27% respecto al promedio del año anterior, **continúa siendo un 40% inferior al observado en 2014**, lo cual incrementa la renta disponible y favorece

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

el consumo privado. Por otra parte, aunque es de prever que la normalización de la política monetaria sea un proceso lento y que los tipos se mantengan bajos por un período prolongado de tiempo, el aumento en el coste de financiación que se observaría durante los próximos años puede ser negativo para la economía riojana. En todo caso, aunque esta es una vulnerabilidad a tomar en cuenta, lo es menos que en otras comunidades, debido al menor apalancamiento relativo, tanto del sector privado como del público. **El resultado final del *brexit***, además de la depreciación ya observada en la libra esterlina, constituye un factor de riesgo que puede afectar a la región más que a otras, dada su exposición en bienes, en particular de la alimentación y del vino de calidad a la demanda británica, y a pesar del menor peso relativo del turismo.

A nivel doméstico, tras el cumplimiento del objetivo de déficit en 2016, el esfuerzo que el Gobierno de La Rioja debe realizar este año es menor, lo que concede un cierto margen de maniobra para la expansión del gasto sin descuidar el alcance de las metas de 2017. A medio plazo, persiste la incertidumbre sobre el resultado del proceso abierto para modernizar el sistema de financiación autonómica. Con el objetivo de contribuir a este debate en curso, en la Sección 3 de esta publicación se muestra que el sistema de financiación autonómico español trata a La Rioja mejor de cómo lo haría, por ejemplo, un sistema como el alemán.

La inflación se mantiene bajo control y por el momento no se observan efectos de segunda ronda en la formación de precios. Pese a que el incremento del precio del petróleo ha elevado la inflación general en La Rioja hasta el 2,1% a/a en mayo, excluyendo energía y alimentos sin elaborar ambos incrementos se situaron alrededor del 1,0%. Ello adelanta que el aumento en la inflación general ha sido transitorio. Este comportamiento es destacable, ya que confirma que el coste de la pérdida de competitividad que ha sufrido la economía española está siendo distribuido entre familias y empresas de forma consistente con la creación de empleo y el crecimiento del consumo, de la inversión y de las exportaciones. Hacia delante, será importante vigilar la evolución de los márgenes y los salarios para comprobar que esta situación se mantiene. Asimismo, el crecimiento del 1% anunciado para los salarios de los empleados públicos constituye una buena señal, dado que prioriza la creación de empleo. Igualmente, es destacable la reducción esperada de la temporalidad en el sector público, siempre que ello suponga una oportunidad tanto para revisar y corregir las causas de su excesivo uso, como para plantearse cambios que promuevan la eficiencia de la función pública.

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

2. Perspectivas para la economía de La Rioja

La economía riojana creció a un ritmo del 1,5% en 2016², 0,4 p.p. por debajo de la media registrada desde 1991: 1,2 p.p. menos que la previsión de BBVA Research incluida en el anterior número de esta publicación³ y 1,6 p.p. menos que la estimación anterior. Ello implica un aumento del PIB 1,2 p.p. por debajo del experimentado en 2015 pero que, en cualquier caso, permite enlazar tres años consecutivos de recuperación.

En el arranque de 2017, el modelo MICA-BBVA⁴ estima que el crecimiento del PIB riojano podría haber superado ya la desaceleración del primer semestre de 2016, retornando a crecimientos del 0,8% t/t, tanto en el primer trimestre de 2017 como en el segundo (véase el Gráfico 2.1). Esto parece estar en línea con los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en La Rioja, que muestran que en la parte final del año pasado se produjo un punto de inflexión en las expectativas de los agentes en la región (véase el Gráfico 2.2).

A ello contribuyen distintos factores de soporte, como el sólido crecimiento mundial, un precio del petróleo relativamente bajo y una política monetaria expansiva, entre otros. Todo ello, junto con la nueva información conocida de los indicadores del primer trimestre de 2017, justifica una previsión⁵ de crecimiento del PIB regional del 2,9% en 2017 y del 2,7% en 2018. Esto, a su vez, permitiría la creación neta de en torno a 5 mil empleos en el bienio. Aun así, al final de este periodo el nivel de empleo será un 6% inferior al de 2008.

Tras las revisiones estadísticas efectuadas por el INE, se observa una recuperación más lenta de lo previamente estimado, y se parte desde una situación peor

La primera estimación del INE sobre el crecimiento del PIB regional en 2016 reflejó que la actividad en La Rioja se incrementó en un 1,5%, (frente al 3,1% que preveía BBVA Research⁶). Por tanto, la recuperación fue más lenta de lo previsto, lo que se explica por un crecimiento del consumo privado menor que en España, la reducción de la inversión pública, el estancamiento en las exportaciones regionales y el incremento de las importaciones. Además, hay que tener en cuenta que la actualización en diciembre de las series de Contabilidad Regional de España (CRE) para el periodo 2010-2015⁷ introdujo cambios a la baja sobre la evolución del PIB de la región, que implican 0,4 p.p. de menor crecimiento promedio anual en La Rioja en el periodo 2012-2015. Por otro lado, se habría mantenido la tendencia de menor crecimiento de la productividad aparente del trabajo en la región como resultado de un aumento del empleo superior al del PIB, aunque dicha tendencia no afecta por igual a todos los sectores.

Por el lado de la oferta, las principales contribuciones positivas al incremento de la actividad en 2016 correspondieron a los servicios privados y a los públicos, que aportaron 1,3 y 0,7 p.p. respectivamente. Entre los

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

3: Véase Situación La Rioja 2016, disponible aquí: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2016/07/Situacion_LaRioja_2016.pdf

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

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

5: Véanse el Observatorio Regional de febrero 2017 disponible aquí: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2017/02/Observatorio_Regional_1T17_DOC_vf.pdf y el de mayo, aquí: <https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2017/05/observatorio-regional-2T17-texto1.pdf>

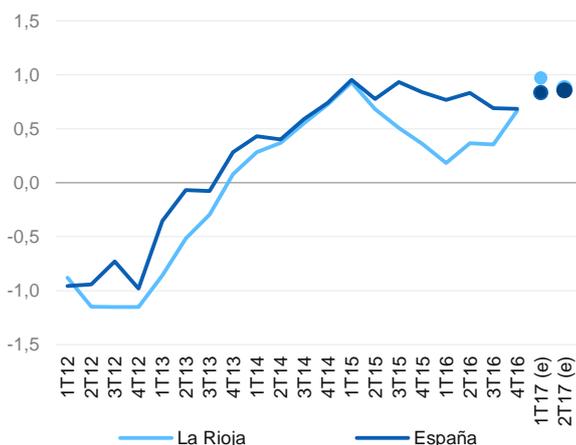
6: Véase Observatorio Regional de febrero 2017.

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

privados, 0,8 p.p. correspondieron a la suma del comercio, la hostelería, el transporte y la reparación de vehículos. Menores fueron las aportaciones de la agricultura (0,2 p.p.) y de la construcción (0,1 p.p.).

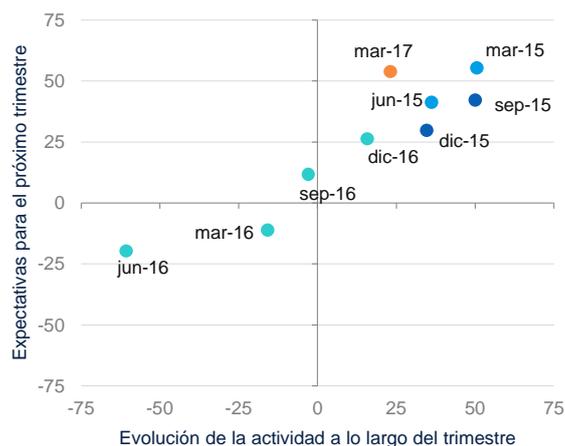
Sin embargo, **el diferencial de crecimiento con España se explica por el peor comportamiento de la industria manufacturera: la riojana se contrajo 4,3% a/a y drenó 0,9 p.p. al crecimiento en 2016**, mientras que en España creció 3,1% a/a y aportó 4 décimas (véase el Gráfico 2.3). A este respecto, hay que hacer notar que el peso de la industria manufacturera es 11 p.p. mayor en La Rioja que en España. El fin de la actividad tabaquera en La Rioja a lo largo de 2016 puede explicar parte de dicha disparidad, que se reflejó en el Índice de Producción Industrial (IPI) de bienes de consumo no duradero. Más inesperado fue el mal comportamiento de la producción de bienes de equipo y duraderos en la parte final del año, así como del sector industrial energético. Así, la caída del IPI en el segundo semestre dobló el -1,0% t/t promedio de caída observado en el primero.

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



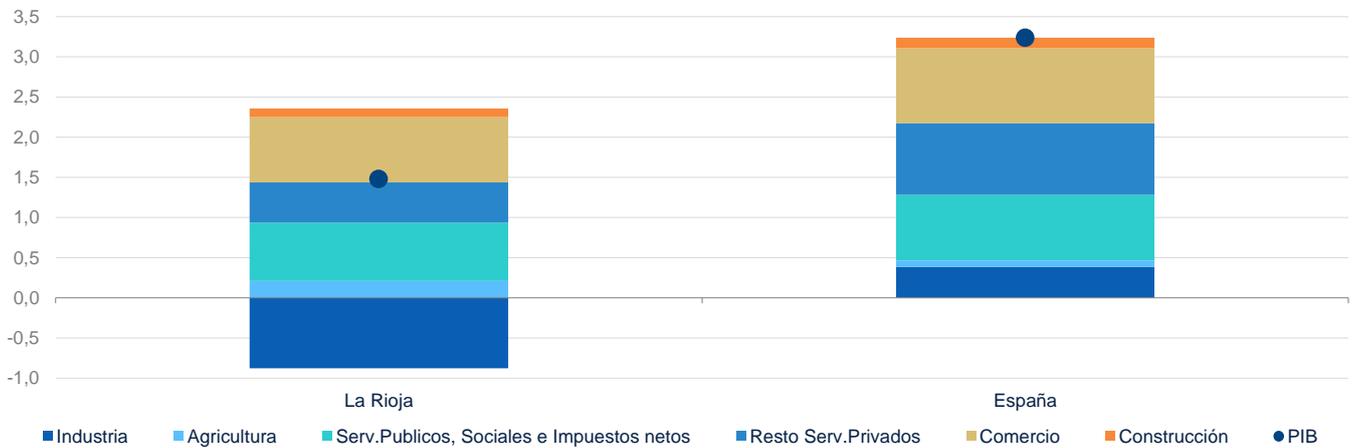
(e): estimación
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 La Rioja: actividad y perspectivas según la Encuesta de Actividad Económica BBVA (% de saldos de respuestas extremas)



Fuente: BBVA

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El consumo privado creció en 2016, aunque menos que en el promedio nacional

El gasto en consumo de las familias riojanas continuó aumentando en 2016 a un ritmo similar al observado en el resto de España. Entre los factores que apoyaron el crecimiento del mismo se encuentran el mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos, el ascenso de la riqueza disponible de las familias y un precio del petróleo que se mantiene relativamente barato⁸. Sin embargo, dicho crecimiento fue algo menor que el observado en España, en particular en la primera mitad del año.

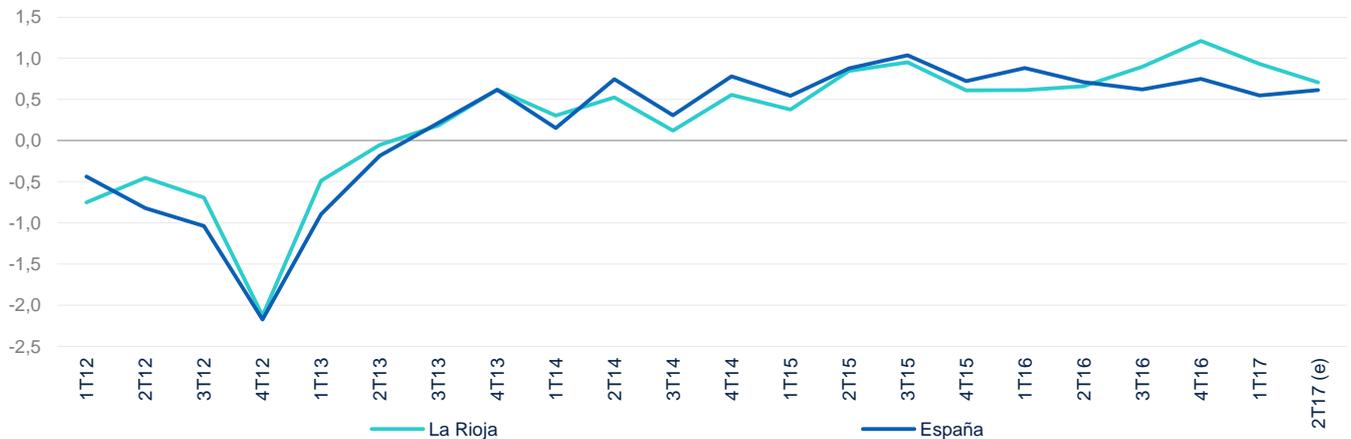
Así lo muestra el Indicador Sintético de Consumo que elabora BBVA Research para La Rioja –ISCR-BBVA⁹– que aglutina la señal de los principales indicadores disponibles sobre el comportamiento del gasto de los hogares en la comunidad. En particular, **el ISCR-BBVA estima que en 2016 el consumo doméstico en La Rioja creció un 3,1%**, apenas una décima por debajo del aumento observado en el mismo indicador construido para el conjunto de España (véase el Gráfico 2.4).

En el primer semestre de 2017, tanto el ISCR de La Rioja como los indicadores parciales disponibles señalan que el crecimiento habría continuado (véase el Gráfico 2.5). La ligera recuperación en matriculaciones y ventas minoristas, junto con el fuerte incremento en las importaciones de bienes de consumo y el mantenimiento del crecimiento del IASS apoyan dicha tendencia.

8: Los hogares de La Rioja dedican a transporte una parte de su gasto menor que la media española. Así, la sensibilidad de la economía regional al petróleo es también algo menor. Véase BBVA Research, Observatorio Regional 1T17, disponible [aquí](#).

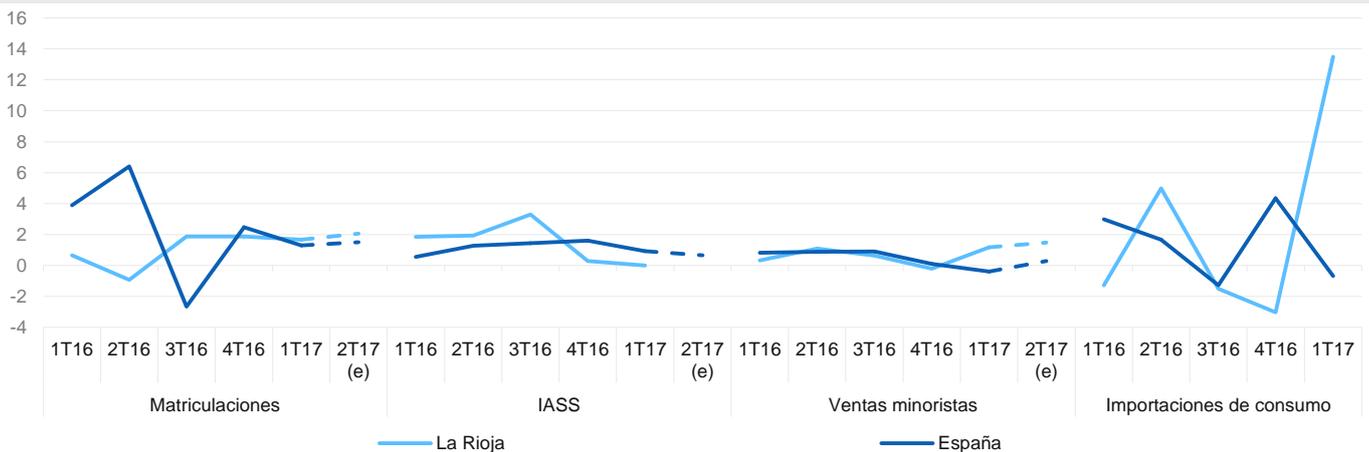
9: El indicador sintético de consumo está construido a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles a nivel regional: ventas minoristas, matriculaciones de vehículos, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo, carburantes y consumo interno nacional.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

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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

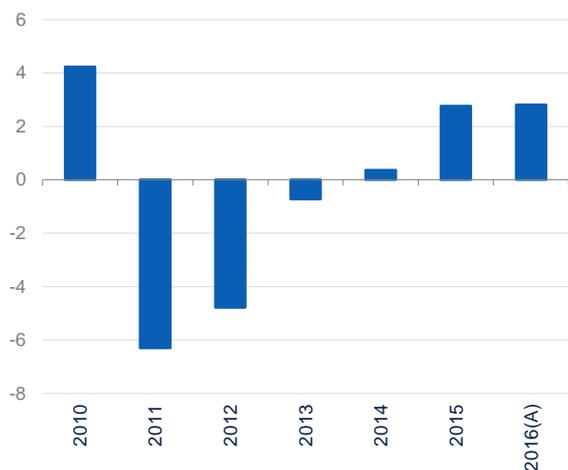


(e): estimación con la última información disponible
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El consumo público aumentó en 2016 con un dinamismo mayor que la media autonómica...

Los datos de cierre de 2016 mostraron que **el gasto en consumo final nominal del Gobierno de La Rioja** aumentó un 2,8% a/a (una décima de PIB más que en 2015), por encima del 1,5% a/a de la media autonómica. Por el contrario, La Rioja **concentró todo su esfuerzo de consolidación en la formación bruta de capital**, que cayó más de un 15% a/a en relación al cierre de 2015 (véanse los Gráficos 2.6 y 2.7).

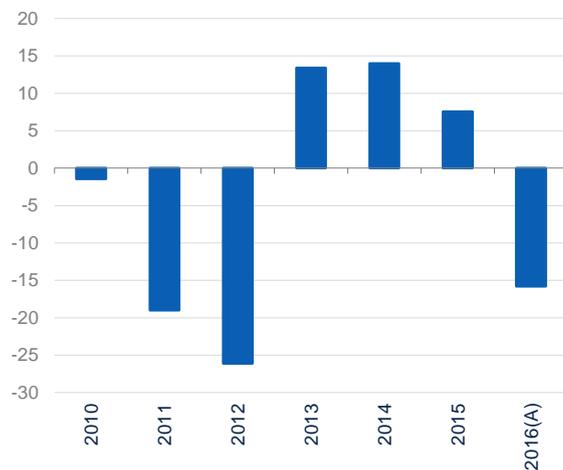
Los primeros **datos de ejecución presupuestaria disponibles -hasta marzo de 2017-** apuntan a que **el Gobierno de La Rioja está intensificando su política de control del gasto**, registrando caídas interanuales en el gasto en consumo final nominal (-2,9% a/a en el acumulado enero a marzo). El reducido nivel de inversión pública acometido en los últimos años hace que el margen de ajuste sea menor y, en los tres primeros meses del año, se observó un aumento interanual en esta partida (4,5% a/a).

Gráfico 2.6 Gobierno de La Rioja: gasto en consumo final nominal* (puntos porcentuales del PIB regional)


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

(A) Avance

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 2.7 Gobierno de La Rioja: formación bruta de capital nominal (puntos porcentuales del PIB regional)


(A) Avance

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

La inversión pública apoya el crecimiento de la demanda interna

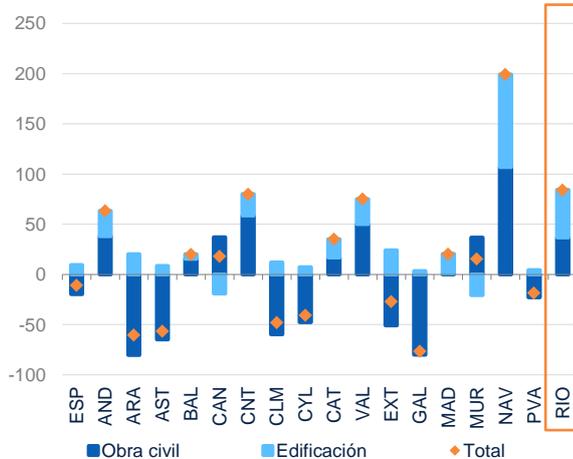
La licitación de nueva obra pública en La Rioja se comportó mucho mejor que la media en 2016. Mientras en el conjunto de España el presupuesto licitado en 2016 permaneció prácticamente estancado (-0,8% interanual), en La Rioja aumentó el 74,5%. Los casi 125 millones de euros licitados en 2016, que representan poco más de un tercio de la licitación media anual entre 2006-2009, equivalen al 1,6% del PIB regional, la mayor proporción entre las comunidades autónomas y muy por encima de la proporción de PIB que supuso el importe licitado a escala nacional (0,8%). La recuperación de 2016 se debió tanto a la obra civil como a la edificación. En el primer caso el presupuesto aumentó el 40,0%, frente al descenso del 6,2% de media en España. En la edificación el importe licitado creció el 119,9%, muy por encima del aumento registrado en el conjunto del país (11,8%). Los principales contratos de obra civil licitados en la región estuvieron ligados a la construcción y mejora de carreteras, que aglutinó el 32,4% del total licitado. En segundo lugar se situó la construcción y mejora de terminales en la región que con acumuló casi el 38% del importe total de 2016.

Además, en los primeros cuatro meses de 2017 la obra pública en La Rioja continúa mostrando un mayor crecimiento que la media nacional. En particular, el importe licitado entre enero y abril del año en curso fue un 84,3% superior al del mismo periodo de 2016 y, como consecuencia, La Rioja fue la segunda comunidad autónoma donde la licitación mostró un mejor desempeño. Diferenciando por tipología de obra, en esta ocasión fue la obra civil la que experimentó un mayor crecimiento respecto al primer cuatrimestre de 2016 (90,6%). La edificación mostró un avance del 80,0% interanual (véase el Gráfico 2.8).

Analizando el desglose por organismos financiadores, **el aumento de la licitación en 2016 vino, en mayor medida, por parte del Estado**, cuyo importe se incrementó el 89,8% respecto a 2015, mientras que la impulsada por parte de

los Entes Territoriales creció un 63,5% interanual. De este modo, en 2016 el peso del Estado en la licitación de obra pública en la región aumentó hasta el 45,4%, el más elevado de los últimos ocho años. Esta dinámica no se ha mantenido en el primer cuatrimestre de 2017: el importe aportado por el Estado se redujo (-45,6% a/a), mientras que el de los Entes Territoriales se ha duplicado respecto al mismo periodo del año anterior.

Gráfico 2.8 Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual en ene-abr 17 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

Gráfico 2.9 La Rioja: presupuesto de licitación por agentes (millones de euros)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

La inversión empresarial da algunas señales positivas, con incrementos en la importación de bienes de capital y atonía en los visados no residenciales

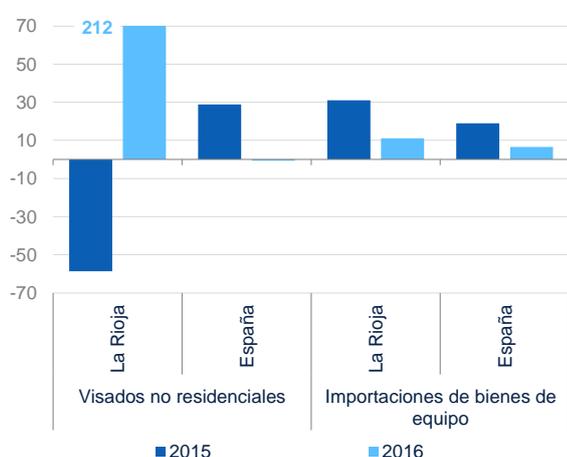
La inversión creció en 2016 en La Rioja. El mayor dinamismo se dio en las importaciones de bienes de equipo, que alcanzaron en términos nominales un máximo histórico en 2016, al crecer por cuarto año consecutivo y superar por primera vez los 250 millones de euros. En particular, estas compras al exterior aumentaron un 11,1% en 2016 frente al 6,6% a/a total de España (+31,0% el año anterior, véase el Gráfico 2.10). La tendencia se mantiene en los datos disponibles hasta marzo de 2017, en los que el nivel promedio de las importaciones supera en un 14,3% el promedio mensual del año pasado.

Por otro lado, **los visados de construcción no residencial se mantienen en niveles mínimos, aunque crecieron en 2016**, tras la importante caída del año anterior (casi un 60%). A pesar del incremento del 212,0% a/a (-0,7% de media en España), **la superficie visada para edificios no residenciales en 2016 fue apenas una quinta parte (22,4%) de la visada en 2005**. El ascenso se debió al aumento que experimentó la construcción de edificios destinados a uso comercial y de almacenamiento, a aquellos de uso turístico y de recreo, y a los destinados a uso industrial. Además, los datos de visados desde mayo del año pasado revelan un comportamiento de atonía que se prolonga en los tres primeros meses de 2017. Como consecuencia, se produjo una nueva caída interanual de la

superficie visada destinada a edificios no residenciales, que se redujo hasta los 5.400 metros cuadrados, un 70,5% menos que hace un año, por la caída de los visados destinados a uso industrial y de oficinas.

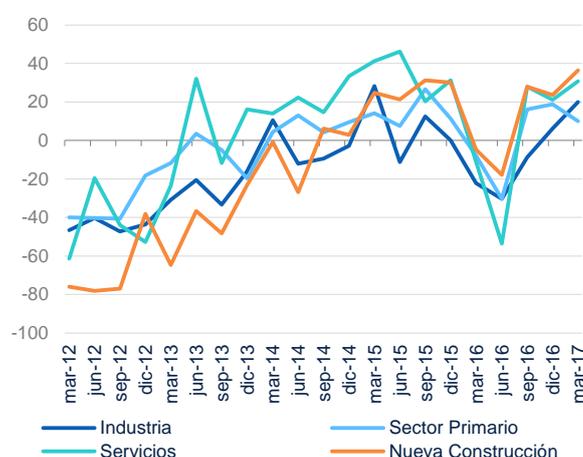
De modo más cualitativo, los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en La Rioja de 1T17 muestran una recuperación, con saldos netos positivos para todos los sectores, tras las fuertes caídas del primer semestre del año pasado (véase el Gráfico 2.11 y el Recuadro 1). Los servicios y la nueva construcción son los sectores que muestran mayores saldos netos positivos actualmente.

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



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

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



Fuente: BBVA

El sector inmobiliario en La Rioja se recupera, pero a un ritmo menor que en el conjunto de España

Los datos de 2016 muestran cómo la recuperación del mercado inmobiliario prosigue en La Rioja, pero a un ritmo inferior a la media. De hecho, mientras en el conjunto de España el precio acumula ya varios trimestres de recuperación, en La Rioja no termina de repuntar, a pesar de que las ventas crecen. Con todo, el incremento en las transacciones sí está animando la actividad constructora. Así, en 2016 el número de visados para iniciar nuevas viviendas creció a tasas superiores a la media, aunque el nivel de partida es especialmente bajo en la región.

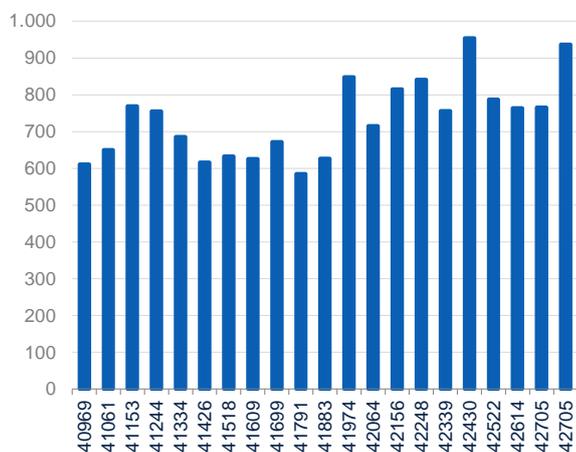
La venta de viviendas creció en 2016, pero a menor ritmo que la media nacional. La dinámica trimestral muestra un elevado crecimiento de las ventas en el primer trimestre del año, que se corrigió en el segundo y cuyo nivel se mantuvo, más o menos, en la segunda parte del año (véase el Gráfico 2.12). Con todo, en el conjunto de 2016 en La Rioja se vendieron casi 3.300 viviendas, lo que supuso un incremento del 4,3% respecto a 2015, un crecimiento significativamente inferior al 13,9% registrado en el conjunto del país. El único segmento de demanda que aportó dinamismo al mercado inmobiliario riojano fue el correspondiente a los residentes en la región, ya que tanto las compras de residentes en otras comunidades autónomas como de extranjeros se redujo respecto a 2015. Así, en el

pasado año la compra de viviendas por parte de la demanda interna creció el 13,9%, por debajo del incremento observado de media en España. Por su parte, las transacciones llevadas a cabo por residentes en otras regiones sufrieron un recorte del 22,0%, reduciendo su peso en casi 6pp, hasta representar el 16,8% del total de operaciones en la región. Por último, el segmento extranjero también redujo su peso en el mercado 1pp, pasando de representar el 8,0% de las ventas totales en 2015 al 7,1% en 2016. Ello fue debido al descenso del 7,6% que experimentaron las compras de los foráneos, lo que contrasta con el incremento medio del 13,0% registrado en España.

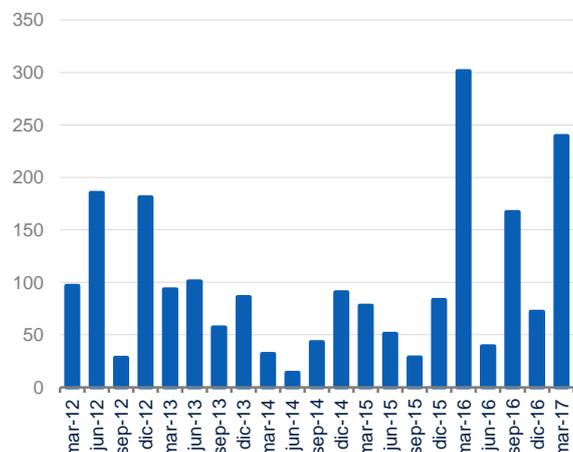
Los datos del primer trimestre mantienen el volumen de ventas de viviendas en niveles parecidos a los del 1T16. De hecho, en términos interanuales la variación de ventas fue mínima, cayendo el 1,6% respecto al 1T16. En los primeros tres meses el mayor dinamismo se observó en la demanda extranjera, cuyas operaciones, aunque escasas, crecieron el 64,6% interanual. Las compras de residentes y de residentes en otras comunidades autónomas cayeron a tasas interanuales del 4,7% y el 9,0%, respectivamente.

El precio de la vivienda en La Rioja siguió corrigiéndose a lo largo de 2016. Según los valores de tasación recogidos por el Ministerio de Fomento, durante el pasado año el precio de la vivienda en La Rioja cayó el 1,8% en promedio anual respecto al año anterior, cuando se había registrado un crecimiento del 1,1%, y que contrasta con el incremento registrado de media en España (1,9%). Así, en diciembre de 2016 el precio se situó en los 1.098,3 €/m², un 1,4% por encima del mínimo alcanzado en 4T14. Sin embargo, la volatilidad que muestra la evolución del precio desde entonces, registrándose irregularmente trimestres de ascensos y de descensos, indica que no existe todavía una clara tendencia de recuperación como sí se observa en la media del país. En el primer trimestre del año el precio experimentó una caída trimestral del 2,0% t/t CVEC respecto a 4T16, si bien en términos interanuales el precio permaneció prácticamente estancado.

La firma de visados de nuevas viviendas en La Rioja durante 2016 experimentó un importante crecimiento. Así, después de aumentar un 27,2% en 2015, en el pasado año el crecimiento de los visados para iniciar nuevas viviendas en la región fue del 125,4%, por encima del 28,9% de media en España. Con ello, la región acumula dos años consecutivos de incrementos relevantes, si bien hay que tener en cuenta que la corrección de la actividad en La Rioja fue muy intensa durante la crisis, y que el número de visados se redujo el 98% entre 2006 y el 2014. De hecho, los 559 visados firmados en 2016 tan solo representan el 6,0% de los aprobados en 2006. En el primer trimestre de 2017 los visados han triplicado los del 4T16 (véase el Gráfico 2.13). Sin embargo, en términos interanuales el desempeño de la actividad en los tres primeros meses de 2017 ha sido menos dinámico que hace un año, debido en gran medida al efecto base derivado del extraordinario crecimiento experimentado en el 1T16. Así, en el 1T17 los visados en La Rioja cayeron el 29,9% respecto al mismo periodo de 2016, lo que contrasta con el incremento del 18,7% de crecimiento medio en España.

Gráfico 2.12 La Rioja: venta de viviendas (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.13 La Rioja: visados de construcción de vivienda nueva (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Cuadro 2.1 La Rioja: variables del mercado inmobiliario

	Venta de viviendas 2016 (% a/a)	Precio de la vivienda 2016 (% a/a)	Visados de vivienda 2016 (% a/a)
La Rioja	4,3	-1,8	125,4
España	13,9	1,9	28,9

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

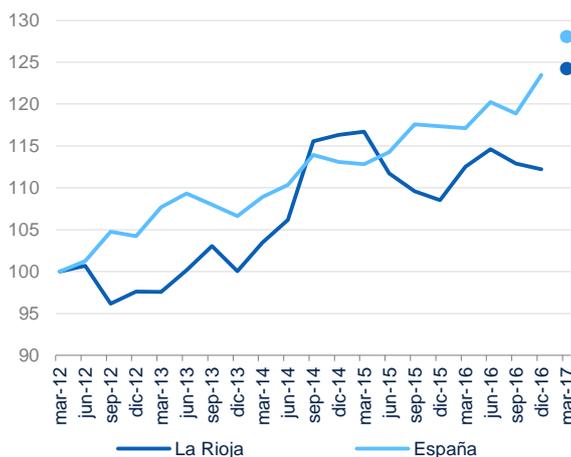
El estancamiento de las exportaciones y el incremento de las importaciones de bienes de capital empeora la balanza comercial de bienes de la región en 2016

Las exportaciones reales de bienes de La Rioja disminuyeron un 2,7% a/a en 2016, frente al incremento del 3,8% en el caso de España (véase el Gráfico 2.14). Ello quiebra tres años consecutivos de incremento de las mismas. La evolución de los precios relativos de exportación favoreció a la región, cuyas ventas exteriores crecieron un 0,3% a/a en términos nominales. Así el peso de las exportaciones de bienes equivale al 22,9% del PIB regional, 1,7 p.p. por debajo de la media española. Con todo, el comportamiento de las ventas exteriores estuvo marcado por el cierre de la planta tabaquera de Agoncillo. Las exportaciones de tabaco de la región se redujeron a 27,8 millones de euros el año pasado, menos de la mitad que en el año anterior, en el que aportaron el 3,4% del total de ventas exteriores. Así, las exportaciones nominales de La Rioja excluyendo las labores del tabaco crecieron un 2,1% a/a.

Por sectores, las semimanufacturas y las manufacturas de consumo aumentaron sus exportaciones más de un 6%, aportando cada uno más de 1 p.p. al crecimiento de las mismas. Ello compensó la caída en alimentación (-5,8% a/a, aunque engloba también bebidas y tabaco), que drenó 2,2 p.p. (véase el Gráfico 2.15), de los que tres cuartas partes corresponden al tabaco. También las exportaciones de vino de la DOC se redujeron (-2,7% a/a), aunque la comercialización total aumentara (+0,8%), gracias al mercado nacional. Así, el peso de la alimentación en el total de las exportaciones riojanas se redujo hasta un 35,1% del total, nivel mínimo desde el 2000,

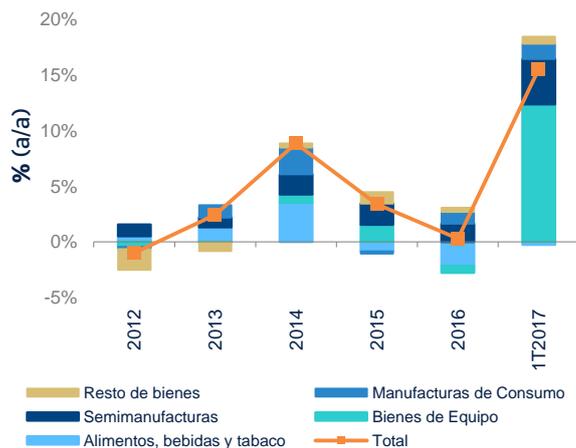
mientras que las semimanufacturas, tras enlazar el séptimo año consecutivo de crecimiento nominal, suponen por primera vez más de una cuarta parte del total exportado, por encima de las manufacturas de consumo (18,0%) y bienes de equipo (15,5%).

Gráfico 2.14 La Rioja y España: exportaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.15 La Rioja: exportaciones y contribuciones sectoriales (% a/a y p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por destinos, los bienes riojanos siguen estando dirigidos fundamentalmente a la UE-28 (78,6%), y en concreto a la eurozona (61,3 p.p.), mientras que América del Norte fue el siguiente destino principal, con un 8,0% de las ventas. Sólo Francia y Alemania superan una cuota del 10% como destino de las exportaciones riojanas (con un 23% y un 14% respectivamente), siendo el Reino Unido el tercer socio comercial, destino del 7,9% de las exportaciones regionales en 2016 (frente al 9,4% de 2015). Entre los diez principales socios comerciales hay tres no europeos, con una cuota conjunta del 11,5%: EE.UU. (sexto cliente, con una cuota del 6,6%), Marruecos (noveno, 2,8%) y México (décimo, 2,1%). El primer cliente asiático, China, es el decimoséptimo en volumen con una cuota del 1,0%.

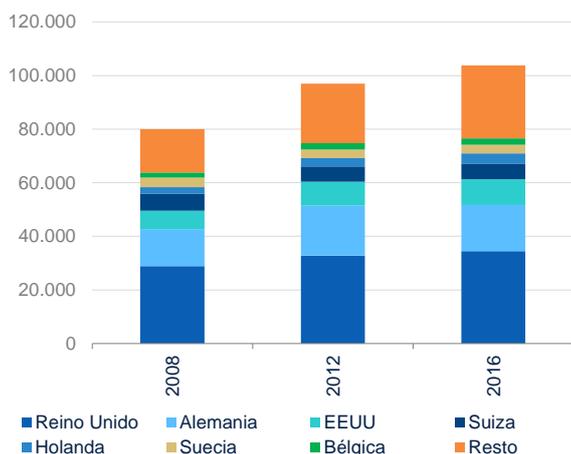
El mercado británico redujo un 6,3% a/a las compras de caldos de la Denominación de Origen Calificada (DOC) Rioja el año pasado, aunque volvió a ocupar el primer lugar como mercado exterior de destino: a pesar de la depreciación de la libra tras el referéndum del *brexit*, Reino Unido absorbió el 33,2% de las exportaciones de la DOC Rioja; casi 34,5 millones de litros, de un total de 103,8 millones de litros (-2,7% a/a). Junto con Alemania y EE.UU., absorben el 60% de las ventas exteriores de la DOC Rioja. De dichas ventas, en torno a un 70% corresponden a la comunidad autónoma de La Rioja. Según datos de aduanas, las ventas totales riojanas al Reino Unido totalizaron 135 millones de euros en 2016 (1,7% del PIB regional), de los que un 60,2% correspondió a bebidas y un 18,6% a semimanufacturas, destacando los metales no ferrosos. Por tanto, las ventas de bebidas al Reino Unido equivalen a un 1,0% del PIB regional y las semimanufacturas un 0,3%.

Por otra parte, **la importación de bienes reales se aceleró en 2016 (+4,8% a/a)** a pesar de la caída en el tercer trimestre del año (véase Gráfico 2.17), cuando en términos nominales se incrementaron un 3,5% a/a. Los alimentos y

las semimanufacturas, que suponen cada uno algo más de una cuarta parte de las importaciones riojanas, mostraron comportamientos diferentes: las semimanufacturas crecieron (+6,2% y aportaron 1,7 p.p. al crecimiento), mientras que los alimentos se estancaron (+0,5% y 0,1 p.p.). Sin embargo, el incremento importador se plasmó sobre todo en bienes de equipo (+12,1% y aportación de 2,2 p.p.). Todo ello dio lugar a una pequeña reducción del superávit comercial regional desde 480 a 450 millones de euros (5,6% del PIB regional, 0,4 p.p. menor que en 2015).

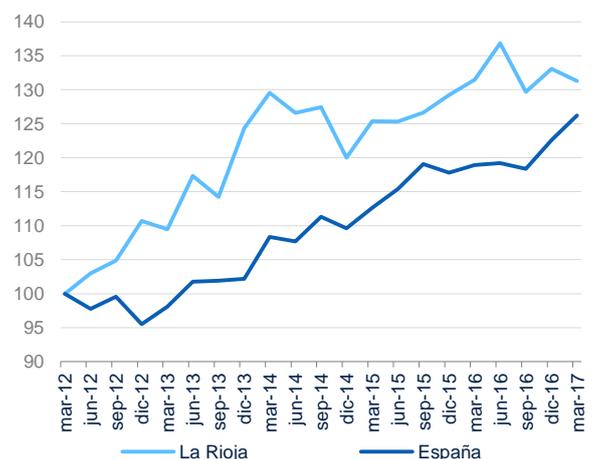
Los datos disponibles para el primer trimestre de 2017 apuntan tendencias algo diferentes respecto a las del año anterior. Las exportaciones reales regionales se aceleran (+10,7%, véase el Gráfico 2.14), como consecuencia de aumentos en el sector de bienes de equipo, mientras que las importaciones reales se desaceleran en el 1T17, con un caída del 1,4% t/t CVEC.

Gráfico 2.16 Exportaciones de la Denominación de Origen Calificada Rioja por país de destino (miles de litros)



Fuente: BBVA Research a partir de DOC Rioja

Gráfico 2.17 La Rioja: importaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Menos visitantes nacionales en La Rioja en 2016, lo que no impidió un nuevo récord de pernoctaciones en hoteles

En 2016, los viajeros y las pernoctaciones en La Rioja se comportaron de manera desigual: mientras las segundas aumentaron un 1,9% fijando un récord histórico, el número de viajeros entrados en hoteles se redujo un 1,5% a/a. En ambos casos, el comportamiento del principal segmento, el de los residentes en España (supone más de un ochenta por ciento del total) fue negativo, mientras que el de los no residentes creció.

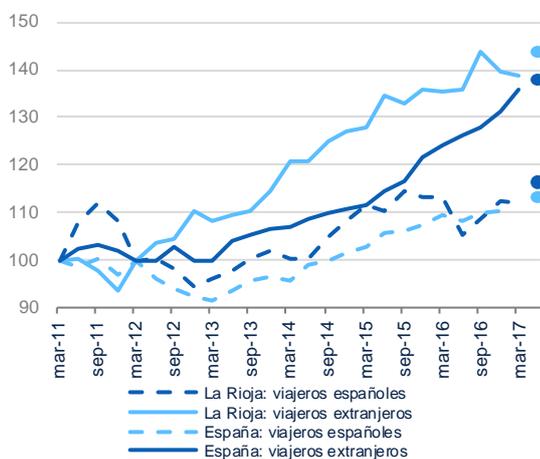
Así, en viajeros, el número de residentes españoles se redujo un 2,9% a/a el año pasado, y por tanto, el aumento del 4,5% a/a en los no residentes no evitó la reducción ya comentada. Casi una quinta parte de los viajeros residentes entrados en hoteles de la región provienen de Madrid, mientras que Cataluña y País Vasco suponen en torno al 16% cada uno. El año pasado, la proporción de catalanes y madrileños aumentó, no así la de vascos ni navarros. En número de pernoctaciones, sin embargo, las de residentes en España cayeron un 0,3% a/a, que resultó más que compensada con un incremento del 12,6% a/a por parte de los no residentes (véase el Gráfico 2.18). De ese modo se superó el millón de pernoctaciones por primera vez, fijando un récord histórico. Todo ello, en un contexto de

recuperación de la renta disponible y la mejora de la confianza en España, problemas geopolíticos en otros mercados y unos costes de transporte relativamente baratos. Respecto al origen de los turistas en La Rioja, los franceses siguen siendo mayoría entre los extranjeros entrados en la región (casi una quinta parte), mientras que los británicos son el tercer mercado emisor y suponen algo más de una décima parte de los extranjeros (pero menos del 2,5% del total de turistas).

Por otra parte, los precios hoteleros en La Rioja continuaron su recuperación en 2016. Así, el incremento en pernoctaciones fue compatible, por tercer año consecutivo, con un nuevo incremento de precios reales del sector hotelero, del 2,3% el año pasado. Este comportamiento es similar al de otros destinos de interior, con una recuperación más moderada que la observada a nivel nacional, pero aún lejos de los niveles precrisis. En todo caso, los precios hoteleros de La Rioja muestran un mejor comportamiento que el observado en otras regiones limítrofes de interior, como Navarra o Aragón, y en 2016 también respecto a Castilla y León, con quien en parte coincide en la apuesta por el turismo gastronómico y enológico (véase el Gráfico 2.19). En cualquier caso, La Rioja supera a Castilla y León y Aragón en ingresos medios por habitación disponible, en más de un 30% y 20% respectivamente.

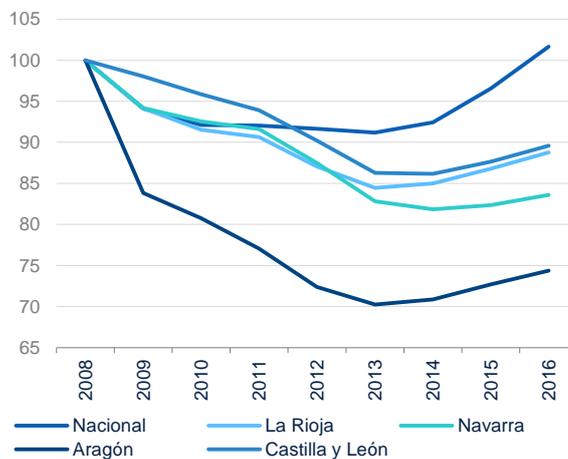
Los datos disponibles del primer semestre de 2017 indican que las tendencias del turismo regional mejoran, con crecimientos promedio del 2,3% t/t CVEC tanto en viajeros como en pernoctaciones, apoyados por ambos segmentos.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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

La afiliación a la Seguridad Social en La Rioja creció en un 2,1% a/a en 2016, aunque lo hizo por debajo de lo ocurrido en el conjunto de España (3,0%). Esta tendencia de recuperación ha continuado durante el comienzo de 2017 y, de acuerdo a los últimos datos disponibles, **la afiliación podría crecer un 0,6% CVEC promedio en los dos primeros trimestres del año (alrededor de un 2,5% en términos anualizados),** nuevamente por debajo del

promedio nacional (véase el cuadro 2.2). Paralelamente, la **Encuesta de Población Activa (EPA) también confirma la evolución positiva del mercado laboral en la región en 2016**, e incluso apunta a un dinamismo similar al del promedio nacional. Así, el número de ocupados en La Rioja creció un 2,6% en 2016 (España 2,7%) lo que permitió cerrar el ejercicio con casi 3.500 empleos más (CVEC) que en el último trimestre de 2015.

Sin embargo, las cifras del primer trimestre de 2017 muestran un dinamismo ligeramente menor que el año pasado en La Rioja, tanto en los registros de afiliación, como en la última EPA publicada, que señala un incremento del empleo del 0,2% CVEC, cuatro décimas menos que en el promedio nacional. Por tanto, el empleo en La Rioja mantiene una tendencia de recuperación suave, algo irregular en términos de la EPA, a tenor de los datos de los últimos trimestres.

A nivel sectorial, de acuerdo al registro de los afiliados a la Seguridad Social de 2016, los servicios públicos, el comercio, el transporte y la reparación de vehículos, junto con las manufacturas lideraron el crecimiento del empleo a nivel regional. Por tanto, el menor crecimiento en relación al promedio nacional se justifica por un dinamismo más reducido en el sector terciario (el comercio, la hostelería y las actividades profesionales y financieras), de menor relevancia en La Rioja que en el conjunto de España, y pese a un mejor comportamiento relativo mostrado por el sector industrial y el sector público (véase el Cuadro 2.2.). Además, los datos correspondientes al primer semestre de 2017 reflejan que el dinamismo se habría reducido en ambos sectores. Finalmente, sólo el sector de comercio, transporte y reparación de vehículos habría mantenido su dinamismo, con contribuciones similares a las del promedio nacional en el primer semestre. Esta composición sectorial es algo distinta en el caso de la EPA, cuyos datos señalan crecimiento de la ocupación en los servicios privados y caídas en términos promedio en el resto de sectores, tanto en 2016 como en el primer trimestre de 2017.

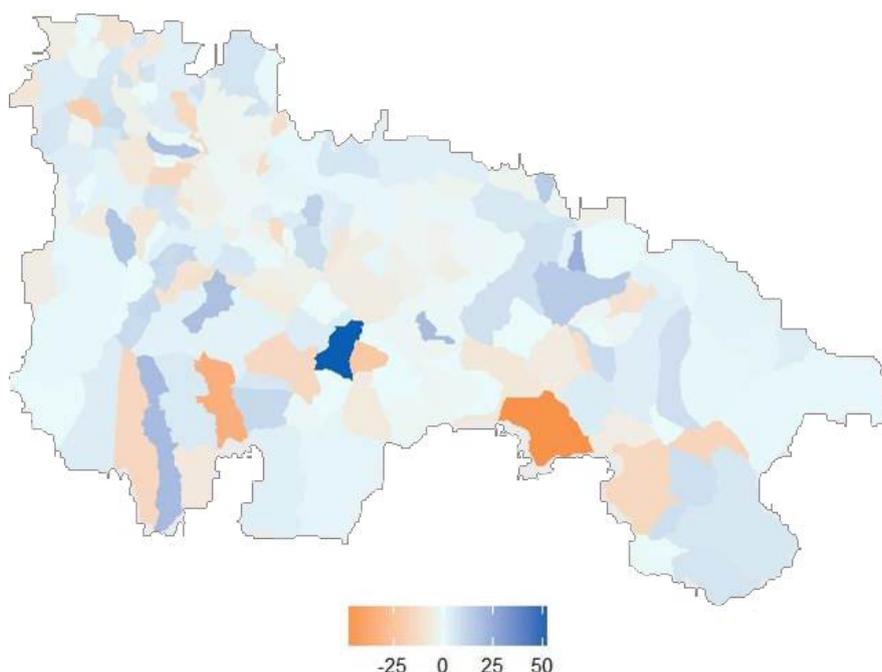
Cuadro 2.2 Contribuciones al crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social (t/t, %, CVEC)

	La Rioja					España				
	1S16	2S16	2016	1T17	2T17*	1S16	2S16	2016	1T17	2T17*
Agricultura	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Construcción	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1
Comer., transporte y repar.	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,6	0,1	0,2
Hostelería	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1
Activ. Profes.	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	0,1	0,2
Serv. públicos	0,1	0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2	0,5	0,2	0,2
Serv. sociales y act. Artist.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	0,7	0,8	2,1	0,5	0,7	0,7	0,9	3,0	0,8	1,1

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

La mejora del empleo en el último año fue heterogénea en base al análisis de la afiliación por municipios. Logroño, que aglutina algo más de la mitad de los afiliados de la región, muestra un comportamiento muy alineado con la media de España. Los municipios de la Gran Area Urbana (GAU) de Logroño aglutinan casi una décima parte de la afiliación y durante la crisis han sufrido una menor caída que la capital. Sin embargo, la evolución reciente de dichos municipios es menos dinámica y más irregular, con pérdidas de empleo incluso en algunos casos (Agoncillo, Lardero o Navarrete, véase el Gráfico 2.20). Así, actualmente se ubican en niveles de afiliación parejos a los de la capital, casi en el 94% del nivel de 1T08. El resto de municipios de La Rioja, no incluidos en la GAU, suponen en torno al 40% de la afiliación total y crecieron a un ritmo cercano al 2,0% en 2016, un dinamismo menor que el de la capital. Ello confirma la peor evolución de los municipios no incluidos en la GAU, que se observa desde el comienzo de la crisis. Con todo, el análisis a nivel municipal muestra poblaciones algo más dinámicas en la Rioja Media y Baja, también en la Rioja Alta (aunque con excepciones) y un menor dinamismo en las comarcas de Sierra, al sur de la comunidad (véanse los Gráficos 2.20 y Gráfico 2.21).

Gráfico 2.20 La Rioja: afiliación a la Seguridad Social por áreas urbanas (% a/a, 2016)¹⁰



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e INE

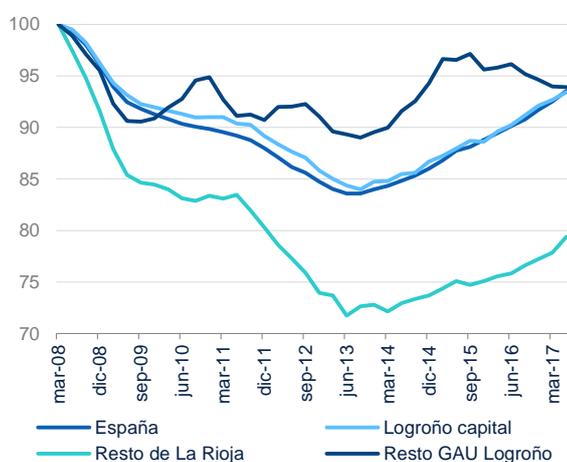
La evolución positiva del mercado laboral, junto con un descenso en el número de parados del 12,4% en el promedio de 2016 y en un contexto de reducción de la población activa (-0,5% en promedio de 2016, al caer una décima más que en el promedio nacional), contribuyó a una **disminución en la tasa media de paro de 1,8 p.p. respecto a 2015**. Así, en el **último trimestre de 2016, la tasa de desempleo se situó en el 10,9%** si bien, con los últimos datos

10: Las áreas urbanas de las capitales incluyen la capital de la provincia y algunos municipios limítrofes, acorde a la definición de área urbana del Ministerio de Fomento, disponible aquí: <https://goo.gl/NWJjNR>. En el caso del GAU de Logroño, incluye los municipios de Lardero, Villamediana de Iregua, Fuenmayor, Navarrete y Agoncillo.

disponibles, rebotó hasta situarse en el 12,9% en el primer trimestre de 2017 (en términos CVEC, pasó de 11,4% a 12,6%). Esta cifra -junto con la de 4T16- está entre las más bajas de los últimos siete años, pero sigue más de 7 p.p. por encima del mínimo previo a la crisis.

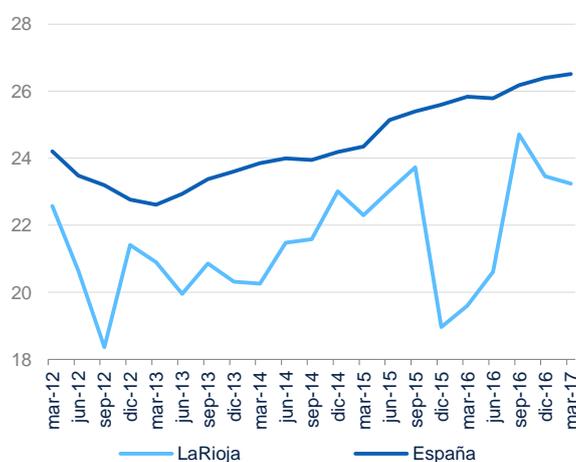
En lo que respecta a la calidad del empleo, **la tasa de temporalidad riojana sigue siendo menor que la observada en el conjunto de España** aunque se mantiene elevada en torno al 22% en los últimos tres años (véase el Gráfico 2.22).

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



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

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

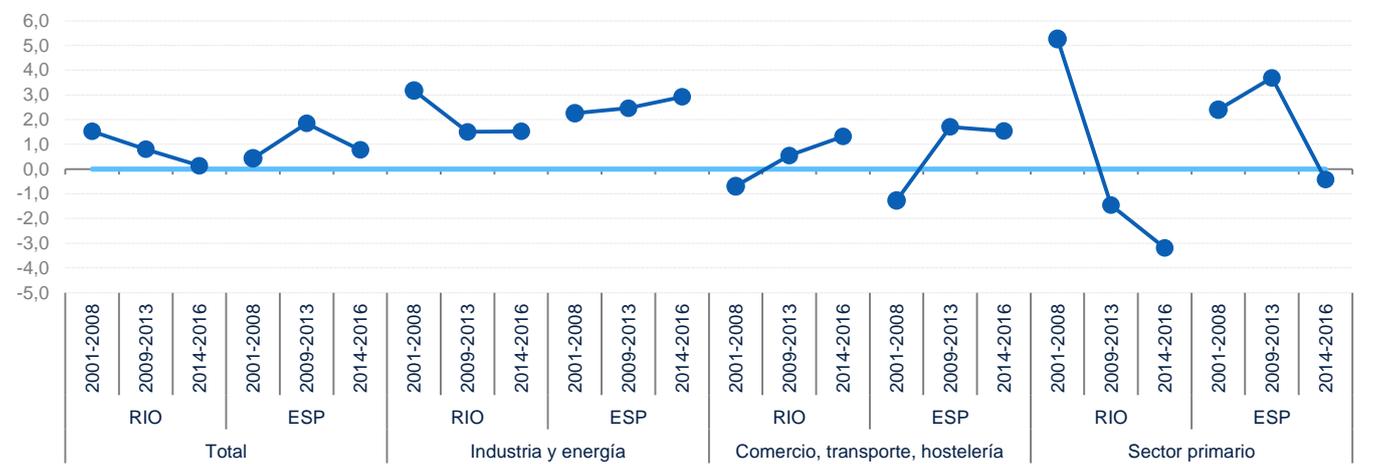


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Se reduce el crecimiento de la productividad aparente en la economía riojana

Dada la evolución del empleo en La Rioja, **la productividad aparente del factor trabajo ha experimentado un crecimiento continuado pero decreciente desde el año 2001**. Este crecimiento, que fue más elevado que el promedio nacional en el periodo previo a la crisis, se redujo durante la misma (2009-2013) y se ha estancado durante la etapa de recuperación (2014-2016), abriendo un diferencial con el conjunto de España. Esto supone una amenaza para la economía riojana, si bien no se ha producido por igual en los sectores de mayor relevancia para la economía regional: en concreto dos de los más importantes, el industrial y el de comercio, hostelería y transporte, escapan a dicha tendencia, que se observa en el sector primario (véase el Gráfico 2.23) o en la Administración Pública y los servicios sociales. Sin embargo, el sector primario, las actividades inmobiliarias o las financieras y de seguros muestran una evolución negativa de la productividad aparente en el periodo de expansión.

Gráfico 2.23 Productividad aparente del factor trabajo (VAB por hora; promedio anual en cada periodo)

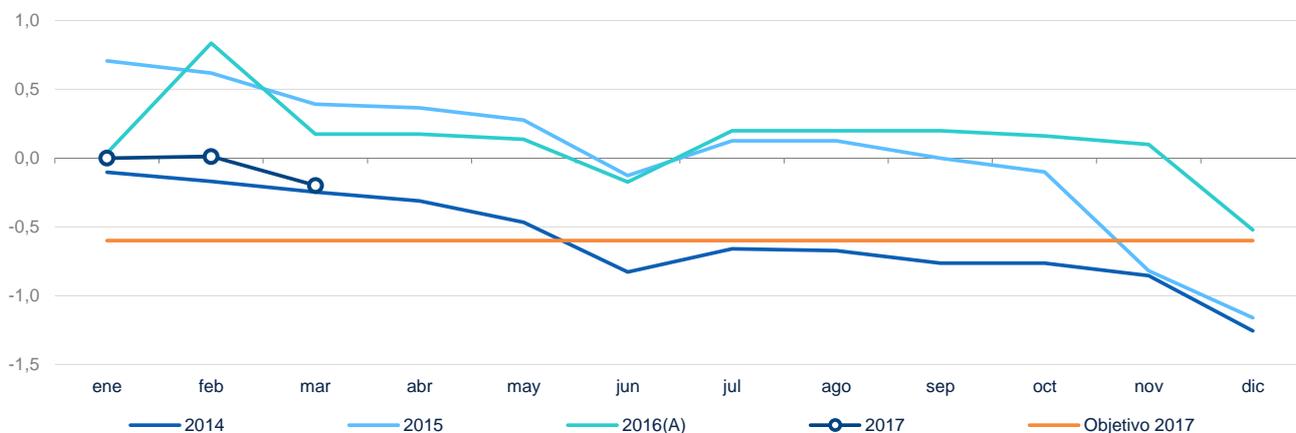


(A) Avance
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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

El Gobierno de La Rioja cerró 2016 con un déficit del 0,5% del PIB regional, seis décimas por debajo del observado en 2015 y cumpliendo con el objetivo de estabilidad presupuestaria (-0,7% del PIB). Pese al impacto positivo de la liquidación del sistema de financiación¹¹, los ingresos de La Rioja se comportaron algo peor que lo previsto a principios del año, situándose en el 14,7% del PIB regional (0,1pp por debajo de la ratio observada en 2015). Por su parte, el gasto, excluyendo las transferencias de la liquidación del modelo de financiación, se ajustó principalmente en el gasto en intereses y en la formación bruta de capital.

Gráfico 2.24 Gobierno de La Rioja: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB regional)



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

11: La liquidación del sistema de financiación autonómica correspondiente a 2014 le ha supuesto un ingreso en 2016 de 55 millones de euros, frente a los 0,2 millones ingresados en 2015 por la liquidación del año 2013.

Se acelera el crecimiento en La Rioja en 2017 y 2018

Se prevé que la economía riojana crezca un 2,9% en 2017, y que el ritmo de crecimiento sea del 2,7% en 2018, prácticamente en línea con el promedio nacional. **Esto permitiría la creación de 5 mil empleos en estos dos años y que la tasa de paro se reduzca en 2 p.p. hasta el 10,9% al final de 2018.** Detrás del dinamismo de la región se encuentran diversos factores: por un lado, la demanda interna, que continuará contribuyendo positivamente al crecimiento gracias, entre otras cosas, a la aceleración de la inversión pública, la continuación del incremento en el gasto en capital fijo (maquinaria y equipo) y al buen comportamiento del consumo de las familias. Por otro lado, el sector exportador de La Rioja se acelera, dejando atrás el mal desempeño observado en algunos sectores (tabaco). A este respecto, cuando se excluye de la producción industrial a dicho sector, ésta ya refleja incrementos interanuales¹² Asimismo, un entorno de recuperación de la demanda mundial junto con una base de ventas al exterior relativamente diversificada por producto apoyará el crecimiento de la región. Esto, a pesar que la actividad en el sector inmobiliario se mantiene débil y a que la contención en el crecimiento del gasto autonómico continuará durante los próximos dos años. En todo caso, la mejora de la ocupación consistente con esta evolución de la actividad continúa sin ser suficiente: a finales de 2018 se prevé que la tasa de paro será todavía casi 5 p.p. superior a la existente a finales de 2007. Pese a todo, la recuperación económica, junto con una dinámica poblacional todavía negativa en la región permitirán que, con estas previsiones, el PIB per cápita en euros constantes iguale en 2018 al de diez años antes.

Este escenario de mejora se explica por diversos factores. Por un lado, **distintos elementos apoyan la continuación del crecimiento** de la demanda por bienes y servicios riojanos en el exterior, así como el mantenimiento de algunas de las condiciones que han impulsado el aumento de la demanda interna. Por otro, la propia inercia de la economía, junto con los nuevos datos conocidos anticipan un mantenimiento del vigor del crecimiento en el primer y segundo trimestres de 2017. En concreto, se espera que el PIB de La Rioja acelere en el primer semestre del año su ritmo de crecimiento incluso respecto al segundo del año pasado, promediando un crecimiento trimestral de 0,8%, corregidas las variaciones estacionales y de calendario.

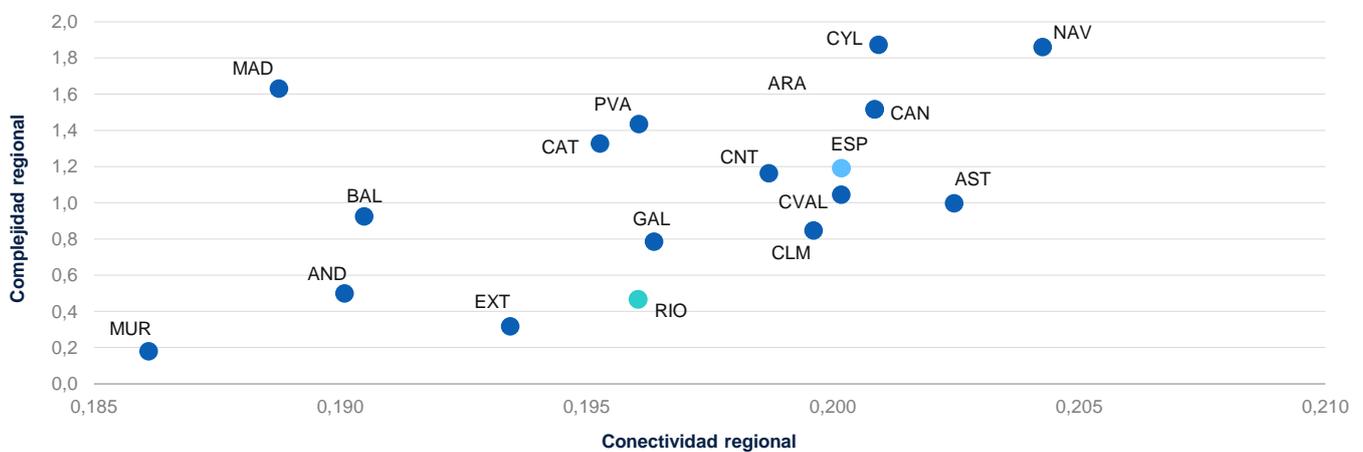
Las exportaciones impulsarán el crecimiento, gracias a una mayor demanda externa, precios del petróleo bajos y a pesar de la incertidumbre sobre el brexit

Por otro lado, el avance del PIB global (3,3% en 2017 y 3,4% en 2018) seguirá incentivando la demanda de exportaciones riojanas, en particular, de bienes, aunque también de servicios. A pesar de los focos de incertidumbre (*brexit* y el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos), el sector exportador riojano está relativamente diversificado, lo que supone un elemento de soporte para la economía regional. Adicionalmente, **el coste del crudo sigue siendo reducido respecto a lo observado en los últimos años, y por tanto, seguirá incidiendo positivamente en la competitividad de las exportaciones riojanas.**

12: Véase el informe del Instituto de Estadística de La Rioja, Coyuntura Económica de La Rioja, del primer trimestre de 2017, disponible aquí: <http://www.larioja.org/larioja-client/cm/estadistica/images?idMmedia=906270>

Un sector exterior más complejo e interrelacionado permitiría aprovechar mejor el empuje de la demanda mundial. En este sentido, de acuerdo con el análisis realizado por Hausmann et al (2011), las exportaciones de bienes de La Rioja muestran una relación entre complejidad y conectividad¹³ que la sitúan en desventaja frente a la posición del conjunto de España (véase el Gráfico 2.25), lo que supone un reto para el crecimiento regional. Por el lado del turismo, y aunque el peso de este sector es inferior al de otras regiones de España, se debería beneficiar de la recuperación del mercado nacional, de la continuación del avance en el flujo de turistas extranjeros (incertidumbre geopolítica en países competidores), de las ganancias de competitividad logradas durante los últimos años y del todavía relativamente bajo nivel de precios del petróleo (57,8 dólares por barril en promedio para 2017-2018).

Gráfico 2.25 CC.AA.: complejidad y conectividad de las exportaciones de bienes



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

La demanda interna continuará aumentando, apoyada por el efecto positivo de la política monetaria

El Banco Central Europeo (BCE) ha dado muestras de disposición a modular su postura de política monetaria en sus próximas reuniones. Si bien queda clara la **necesidad de mantener una política monetaria todavía laxa** para apuntalar los avances conseguidos hasta el momento, en las reuniones de marzo y junio **el BCE ha comenzado a transmitir un tono algo más moderado**, que probablemente se continuará matizando durante los próximos meses¹⁴. En particular, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro y el incremento de la inflación, ha enviado señales que parecen haber abierto el debate sobre la estrategia de salida y la secuencia de la retirada de los estímulos. Hasta ahora, el BCE ha comunicado de forma clara que las subidas de tipos se producirían una vez finalizado el programa de compra de activos, en línea con el mismo proceso

13: La complejidad de la economía está relacionada con su capacidad para producir y exportar determinados bienes que pocos producen y muchos importan. La conectividad está relacionada con la frecuencia o facilidad para producir varios bienes relativamente cercanos, similares o interrelacionados. Para más detalles, véase The Atlas of Economic Complexity de Hausmann, Hidalgo et al, disponible aquí: http://atlas.cid.harvard.edu/media/atlas/pdf/HarvardMIT_AtlasOfEconomicComplexity_Part_1.pdf

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

que ha seguido la Fed. Hacia delante, se espera que la autoridad monetaria comience a reducir su ritmo de compras mensuales a comienzos del próximo año (*tapering*), en un proceso que se podría dilatar hasta mediados de 2018. A finales de ese año se produciría la primera subida del tipo de interés de referencia. Una comunicación adecuada y una estrategia de salida ordenada y paulatina de las medidas extraordinarias resultarán claves a la hora de emprender el proceso de normalización sin poner en riesgo la recuperación económica.

Los bajos tipos de interés y la política monetaria expansiva suponen un soporte para el crecimiento del gasto de familias y empresas, además de facilitar el proceso de reducción del déficit público. Esto es particularmente importante para sociedades con un alto nivel de endeudamiento como la riojana, a pesar del esfuerzo realizado durante los últimos años para disminuir el apalancamiento.

Por otro lado, las reformas implementadas durante los últimos años seguirán incentivando el crecimiento de la inversión. En particular, se espera que las compras de bienes de equipo y la inversión no residencial se mantengan aumentando impulsadas por las mejoras de la competitividad alcanzadas, por las ventas al exterior y por la recuperación de la demanda interna. Como contraparte, aunque se prevé que la inversión residencial consolide un entorno de mejora, el crecimiento del sector será lento y empieza con retraso respecto a lo observado en el conjunto de España.

..., **y por una política fiscal neutral.**

De cara al presente año, el presupuesto del Estado recientemente aprobado para 2017 plantea pocas novedades respecto a las políticas anunciadas a finales del año pasado. De esta forma, el proyecto contempla un crecimiento de los ingresos algo más moderado que el que se esperaría con las entregas a cuenta contenidas en el proyecto de los PGE 2017. Por su parte, el gasto recupera algo de dinamismo, con ajuste sólo en el gasto por intereses. En su conjunto, las administraciones públicas implementarán una política fiscal neutral, diferente a la observada durante los dos años anteriores, cuando las reducciones impositivas o el incremento del gasto llevaron a desviaciones respecto a las metas de déficit inicialmente planteadas.

En este escenario, **el Gobierno de La Rioja no debería tener excesivos problemas para cerrar 2017 con un déficit cercano al objetivo de estabilidad (-0,6%).** No obstante, dado el mal comportamiento de los ingresos de la comunidad durante el primer trimestre del año, y aunque se espera que este mejore en los próximos trimestres, la Comunidad deberá intensificar el control del gasto, de tal forma que se mantenga elevada la probabilidad de cumplir con la meta fijada (véase el Gráfico 2.24).

Se crearán unos 5 mil empleos y se recuperará el nivel de PIB per cápita pre-crisis

Las previsiones de mejora del PIB para la región en los próximos dos años favorecen una evolución positiva del mercado laboral. **Así, en el escenario más probable se generarán unos 5 mil puestos de trabajo en el bienio 2017-2018.** Pese a esto, el empleo todavía se situará 6 p.p. por debajo del nivel promedio de 2008. Paralelamente, **la tasa de paro se reducirá hasta el 10,9% a finales de 2018,** 5 p.p. por encima de su nivel a comienzos de 2008 (véase el Gráfico 2.29).

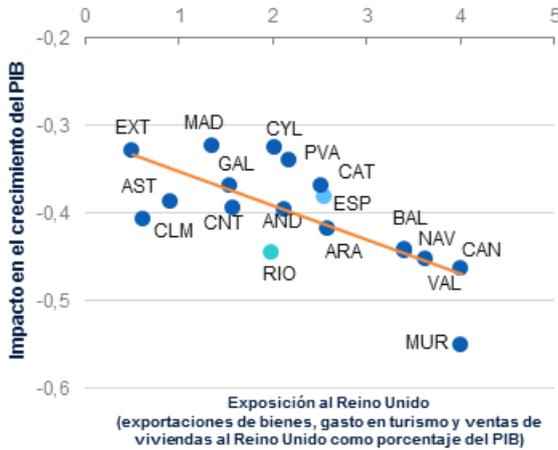
Por su parte, la combinación de un crecimiento del PIB similar al promedio nacional y una mayor caída en la población, provocarán que **La Rioja recuperará en 2018 el nivel de PIB per cápita previo a la crisis. En términos de PIB absoluto, sin embargo, no lo alcanzará en 2018** (véase el Gráfico 2.31).

El escenario no está exento de riesgos

Si bien las previsiones para 2017 se corrigen al alza dado el buen comportamiento previsto del sector exterior y la inversión, los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el alcance de los cambios en la política de comercio exterior de EE.UU., así como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE tras la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa. Entre los efectos directos del *brexit* se encuentra la posible disminución de las exportaciones al Reino Unido producto de la disminución de la renta de las familias británicas, del aumento de las barreras al comercio y de la depreciación de la libra. En el caso de La Rioja, a diferencia de otras regiones, la exposición al Reino Unido está relativamente concentrada en algunos sectores como lo son el de la venta de alimentos y, en particular, el del vino. En esta región son menores otros posibles efectos, como el impacto sobre la afluencia turística, la inmigración o la demanda de segunda residencia. Además, como canal indirecto está la posible desaceleración en otros países de la UE, cuya incidencia depende del grado de apertura exterior de cada región que, como se ha comentado, es menor que la media española. Por todo ello, al exportar bienes al mercado británico en proporción algo superior a la media española y **según las estimaciones de BBVA Research, la elasticidad del PIB riojano a caídas del PIB británico es una de las mayores entre las regiones españolas: supera las 4 décimas ante reducciones de punto y medio en el PIB británico** (véase el Gráfico 2.26).

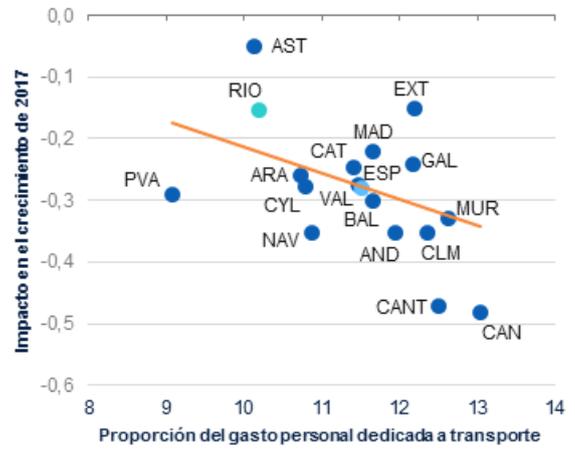
Adicionalmente, durante la segunda parte de 2016 se consolidó un aumento del precio del petróleo, particularmente importante para una economía importadora de combustible como lo es la española. En todo caso, durante las últimas semanas parece haberse consolidado cierta estabilidad. Hacia delante, aumentos adicionales podrían suponer presiones adicionales sobre la capacidad de compra de las familias o reducciones de los márgenes de las empresas que podrían poner en peligro la recuperación de la demanda interna. Los impactos previstos en las distintas comunidades como consecuencia de este riesgo dependen, principalmente, de la dependencia del transporte y la intensidad en el uso de este tipo de energía en la actividad productiva. Dados estos condicionantes se estima que, ante una variación del 10% en el precio del crudo, el impacto para La Rioja **puede situarse por debajo de 0,2 p.p. en el año**, una décima inferior a la media nacional (véase el Gráfico 2.27).

Gráfico 2.26 Impacto por comunidad autónoma, en p.p., sobre el crecimiento de un año, ante caídas de 1,5% del PIB británico



Fuente: BBVA Research

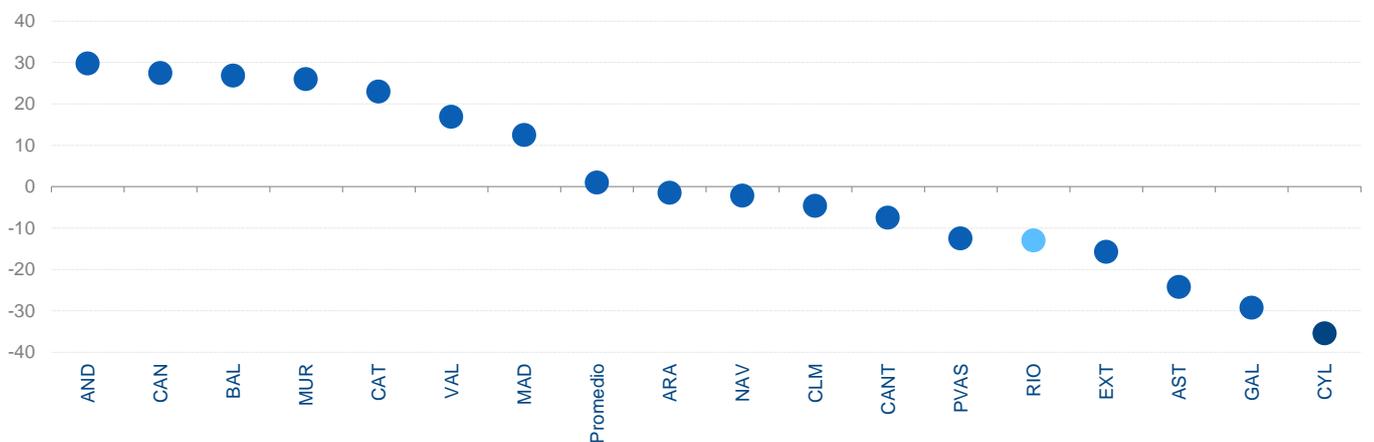
Gráfico 2.27 Impacto de un aumento del 10% en el precio del crudo sobre el crecimiento anual del PIB (p.p., efecto sobre el crecimiento de 2017)



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

Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (tras las recién celebradas legislativas en Francia, las habrá en Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior. Otro riesgo a tomar en cuenta es el momento y la intensidad en el que se produzca la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. Para una economía apalancada como la española, incrementos en el coste de financiación podrían restringir los recursos disponibles para el consumo y la inversión. Respecto a este punto, el crédito a AA.PP. y otros sectores residentes se redujo en 2016 en La Rioja hasta el 89% como proporción del PIB regional (desde el 157% alcanzado en 2009). El mantenimiento de una carga financiera reducida continuará apoyando el aumento del consumo y de la inversión durante los próximos meses. Hacia delante, aunque la posible reversión de este entorno de tipos bajos representa un reto, **La Rioja es una de las CC.AA. menos vulnerables (véase el Gráfico 2.28).**

Gráfico 2.28 Saldo entre crédito y depósitos a OSR (% sobre PIB; 4T16)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

A nivel doméstico, aunque la incertidumbre sobre la política económica se ha moderado, según las estimaciones de BBVA Research podría seguir restando algunas décimas al crecimiento¹⁵. Hacia delante, será clave la capacidad de generar consensos alrededor de las medidas que se necesitan para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, de tal manera que aumente la velocidad del crecimiento y la creación de empleo. Por otro lado, aunque de momento no se aprecian efectos de segunda ronda en la inflación derivados del incremento del precio de las materias primas o del salario mínimo interprofesional (SMI), no se puede descartar que se produzcan a futuro. De materializarse, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas y al poder adquisitivo de las familias, lo que ralentizaría el crecimiento de la demanda y la creación de empleo.

A este respecto, se estima que el incremento del 8% en el Salario Mínimo Interprofesional (SMI) para 2017 tendrá un efecto limitado en actividad y puestos de trabajo debido a su baja cobertura y reducida importancia en los costes laborales de las empresas. Sin embargo, si se generalizasen incrementos en las remuneraciones reales sin venir acompañados de mejoras proporcionales en la productividad, el proceso de creación de empleo podría verse negativamente afectado. Incluso si no se diese lo anterior, la subida del SMI puede reducir la probabilidad de empleo de ciertos colectivos, como los trabajadores con menor formación, los jóvenes (sin experiencia) o quienes tienen un contrato temporal. Además, el porcentaje de asalariados con un sueldo anual equivalente igual o por debajo del SMI en La Rioja es el menor a nivel nacional (ver Gráfico 2.30), y también es menor, como se ha comentado, la incidencia de la temporalidad (ver Gráfico 2.22). Por tanto, los efectos mencionados anteriormente, en caso de producirse, podrían ser inferiores en la región, tanto a nivel agregado como en dichos colectivos¹⁶. Además, las condiciones del mercado laboral en la región son algo mejores que en el conjunto de España, en particular en lo referente a los colectivos más desfavorecidos, como los parados de larga duración o los estudiantes. En este sentido, por ejemplo, los últimos datos del INE referentes a 2014¹⁷ muestran cómo la probabilidad de encontrar trabajo en los siguientes 3 meses para un joven una vez terminada su educación universitaria en La Rioja era del 25,4% frente al 24,6% del promedio nacional, mientras que la probabilidad de que el primer empleo fuera con contrato indefinido era del 31,6%, 4,9 p.p. más que en el promedio de España.

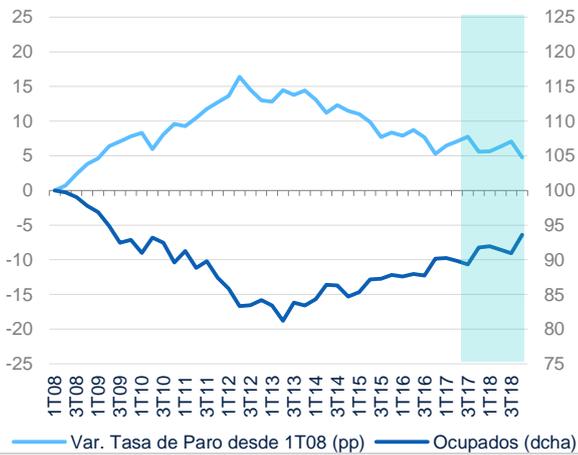
En todo caso, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía riojana obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo. Serán de especial interés aquellas medidas encaminadas a mejorar el mercado laboral (reducir la tasa de paro, especialmente entre los jóvenes, reducir la temporalidad o incrementar la tasa de actividad), el capital humano y la adopción de nuevas tecnologías, que deberían permitir incrementar la productividad media del trabajo. En ese sentido, se valoran positivamente las medidas de simplificación administrativa y administración electrónica, junto con iniciativas como la Estrategia Riojana 2020 o el desarrollo de la agenda digital.

15: Para más detalles véase Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2017, disponible aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-segundo-trimestre-2017/>

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

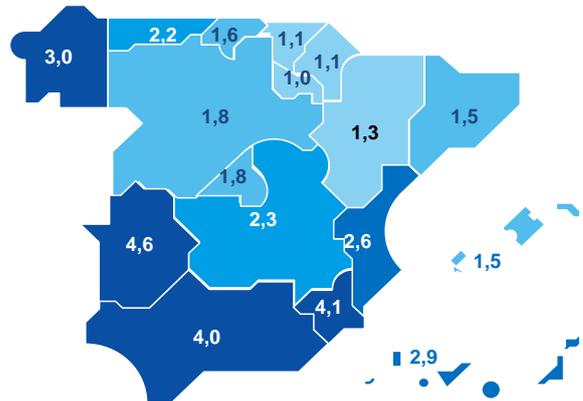
17: Véase la Encuesta de Inserción Laboral del INE, disponible aquí: http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176991&menu=ultiDatos&idp=1254735976597

Gráfico 2.29 La Rioja: ocupados EPA y tasa de paro (CVEC)



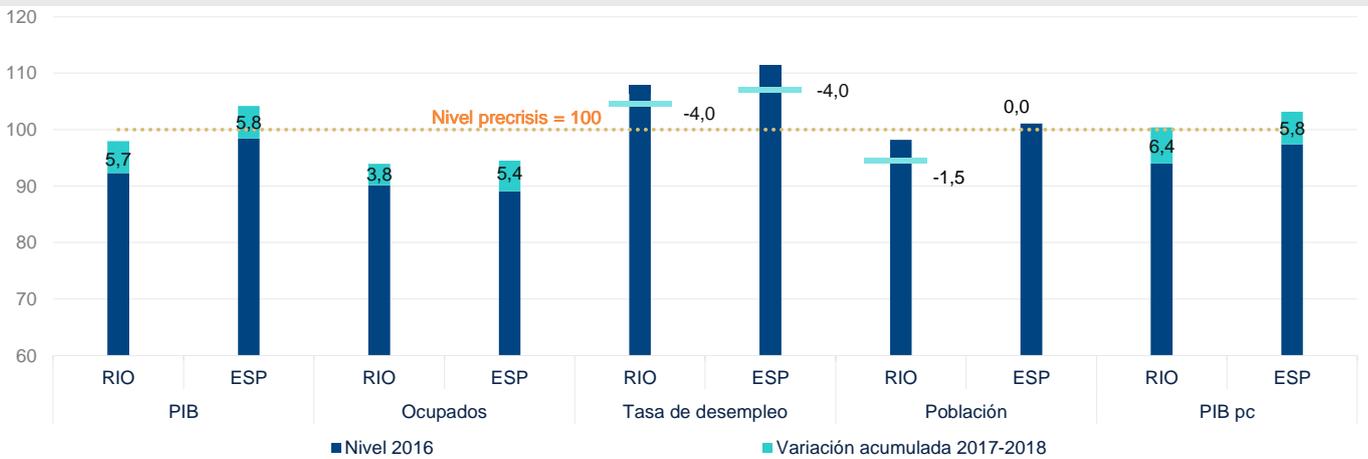
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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

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

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de mayo de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

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

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

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de mayo de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Análisis de la situación económica de La Rioja a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Primer trimestre de 2017¹⁸

Los resultados de la encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al primer trimestre de 2017 son consistentes con una economía riojana que vuelve a acelerar su crecimiento, junto con unas expectativas también positivas de cara al próximo trimestre. Los datos de esta oleada, realizada a finales de marzo de 2017, se ubican claramente por encima de los del último año y, en particular, de los del primer semestre del año pasado. La visión sobre el trimestre corriente está aún alejada de los máximos históricos observados en 2015, pero las expectativas prácticamente alcanzan el máximo de 1T15.

En la visión sobre la actividad en el trimestre corriente predomina claramente la estabilidad, acorde a seis de cada diez encuestados, pero un 31% observa aumentos de la misma. Así se enlaza el segundo saldo neto de respuestas¹⁹ positivo, de 23 puntos, tras 3 trimestres en negativo

(véase el Gráfico R1.1). Este resultado supera en 7 p.p. el del trimestre pasado y en 39 p.p. el de hace un año, aunque se encuentra lejos de los máximos históricos observados en 1S15. Los eventos geopolíticos ocurridos en el último año (las dos convocatorias electorales en España, el resultado del referéndum del *brexit* o la elección de Trump en EE.UU., junto con el propio repunte del precio del petróleo o, en un plano más local, el cierre de la actividad tabaquera en Agoncillo, podrían estar detrás del empeoramiento de expectativas observado en 2016. Ello coincidió con un menor aumento de la actividad económica el año pasado.

Superada en parte la incertidumbre de los factores anteriores, la recuperación de las expectativas ha sido más acusada, con una **visión más positiva de cara al 2T17²⁰, y que se ubican claramente en positivo (+54 p.p. de saldo neto, más que duplicando la del trimestre anterior véase el Cuadro R1.1).** Ello es consistente con la previsión de BBVA Research de que el crecimiento volverá a ubicarse por encima del promedio histórico en la región, enlazando el cuarto año consecutivo de crecimiento en 2017.

Todos los indicadores parciales siguen mostrando resultados positivos en cuanto a saldos netos de respuesta. Sin embargo, aunque no todos han mejorado en el último trimestre, los hay que superan un

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

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

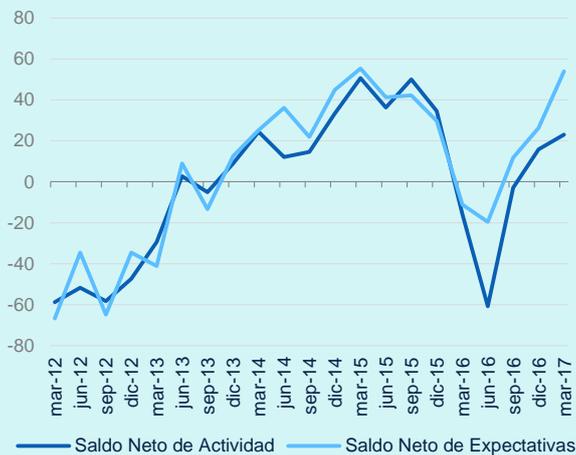
20: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

Recuadro1

saldo neto del 30%. Es el caso de los indicadores de demanda exterior (turismo y exportaciones), inversión en servicios y nueva construcción o empleo en construcción. El resto de indicadores, en particular de empleo y de inversión, en industria y servicios, muestran saldos netos positivos, pero modestos.

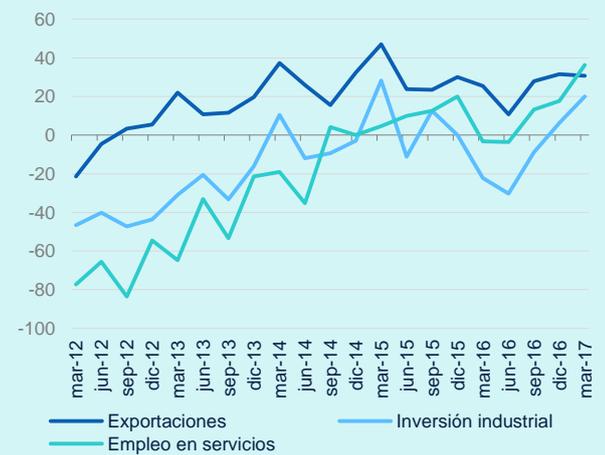
En síntesis, los resultados de **la encuesta BBVA de Actividad Económica confirman que la economía riojana mantiene un crecimiento positivo creciente**, con señales positivas en el conjunto de sectores, especialmente, los relacionados con la demanda exterior.

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



Fuente: BBVA

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



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1 Encuesta BBVA de Actividad Económica en La Rioja. Resultados generales (%)

	1º Trimestre 2017				4º Trimestre 2016				1º Trimestre 2016			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
Actividad Económica	31	62	8	23	21	74	5	16	16	52	32	-16
Perspectiva para el próximo trimestre	54	46	0	54	26	74	0	26	22	44	33	-11
Producción industrial	31	69	0	31	32	63	5	26	0	79	21	-21
Cartera de pedidos	46	46	8	38	32	63	5	26	19	56	25	-6
Nivel de stocks	15	77	8	8	21	79	0	21	0	97	3	-3
Inversión en el sector primario	20	70	10	10	25	69	6	19	10	73	17	-8
Inversión industrial	20	80	0	20	6	94	0	6	0	78	22	-22
Inversión en servicios	31	69	0	31	32	58	11	21	29	32	40	-11
Nueva construcción	36	64	0	36	35	53	12	24	16	63	21	-5
Empleo industrial	15	77	8	8	26	74	0	26	10	87	3	6
Empleo en servicios	33	50	17	17	37	58	5	32	29	57	14	14
Empleo en construcción	36	64	0	36	29	59	12	18	13	71	16	-3
Precios	8	92	0	8	16	84	0	16	0	94	6	-6
Ventas	23	69	8	15	32	58	11	21	0	54	46	-46
Turismo	31	69	0	31	53	42	5	47	46	46	8	38
Exportaciones	31	69	0	31	32	68	0	32	25	75	0	25

(*) Saldo de respuestas extremas.
Fuente: BBVA

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

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

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

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

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

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

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

21: Agradezco los comentarios y sugerencias de Pep Ruiz.

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

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

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

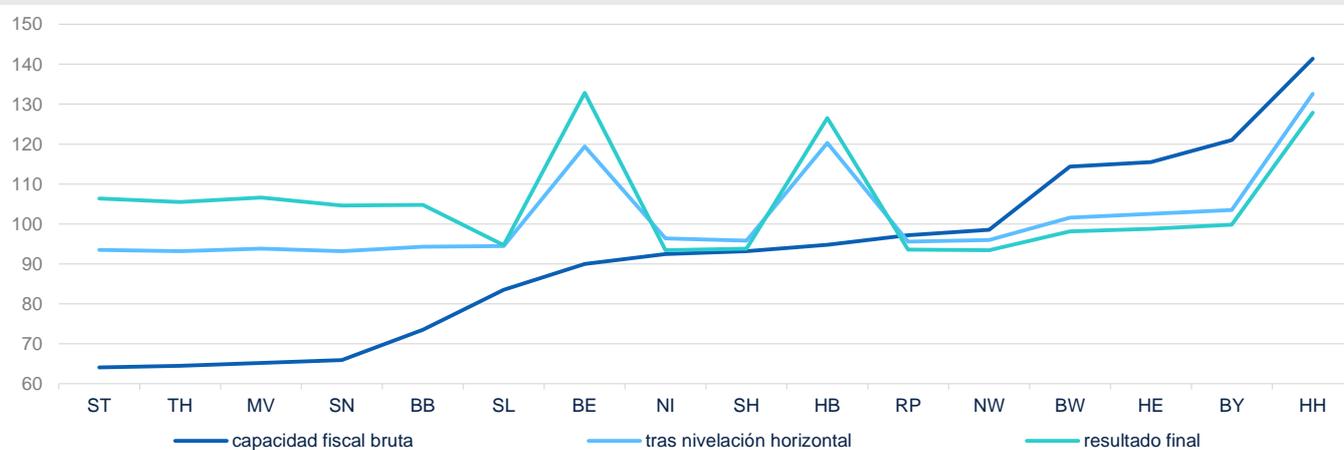
La última diferencia importante tiene que ver con el diseño de las transferencias verticales. En España, éstas se canalizan a través de una confusa maraña de fondos que se reparten con criterios muy diversos y en ocasiones contradictorios, lo que hace que se traduzcan en un fuerte aumento de la desigualdad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

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

Los resultados financieros de los dos sistemas

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

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

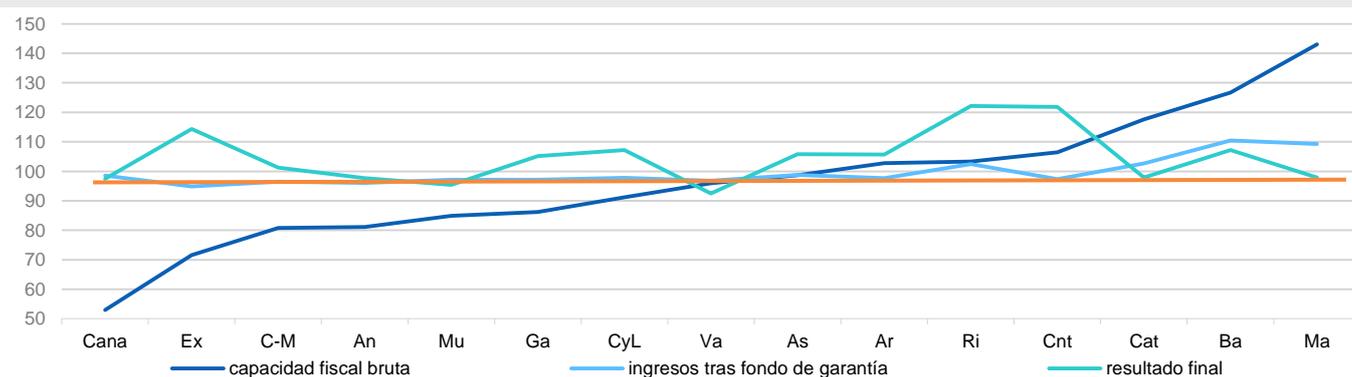


Fuente: De la Fuente, A.

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

arbitrariedad dentro del régimen común es, como hemos visto, la asignación de las transferencias verticales, que carece de una lógica clara. Este componente del sistema también aumenta muy significativamente el nivel de desigualdad entre regiones en vez de contribuir a la nivelación como cabría esperar.

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



Fuente: De la Fuente, A.

Algunas conclusiones

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

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

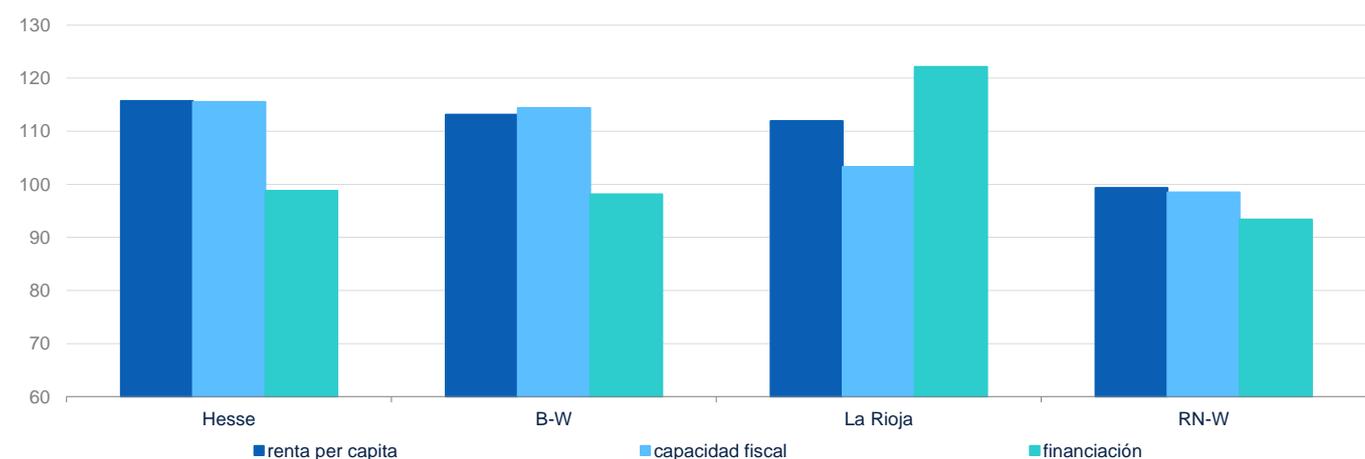
Aunque el trabajo no llega a ofrecer recomendaciones detalladas de cara a la próxima reforma del sistema, su análisis sugiere que sería muy aconsejable simplificar los criterios de reparto de las transferencias verticales,

eliminando los actuales Fondos de Convergencia y el Fondo de Suficiencia e integrando sus recursos actuales en un único Fondo de Nivelación Vertical que sirva para mitigar en la medida de lo posible la desigualdad en términos de financiación por habitante ajustado que pueda persistir tras la aplicación de la nivelación horizontal que genera el actual Fondo de Garantía.

¿Cómo nos trataría el sistema alemán? El caso de La Rioja

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

Gráfico 3.3 Renta, capacidad fiscal y financiación relativas (las dos últimas por habitante ajustado en España y por habitante en Alemania) La Rioja vs. Hesse, Baden-Wurtemberg y Renania del Norte-Westfalia en 2014



Fuente: De la Fuente, A.

Pese a ello, **resulta informativo comparar el índice observado de financiación de cada comunidad autónoma española con el correspondiente a aquellos estados alemanes que más se le parecen en términos de renta per cápita y capacidad fiscal.** El Gráfico 3 resume la información relevante para el caso riojano. La comunidad contaba en 2014 con un nivel de renta per cápita relativa de 112 (con la media española sin las forales igual a 100), lo que la situaba entre los estados alemanes de Baden-Wurtemberg (B-W) y Renania del Norte-Westfalia (RN-W) con índices de 113 y 99 respectivamente. La Rioja también se situaba entre estos dos estados en términos de capacidad fiscal bruta (con 103 vs. 114 y 99).

Examinando los índices de financiación, finalmente, vemos que **La Rioja está claramente por encima de los dos estados alemanes considerados**, con un índice de financiación²² de 122, frente a 98 en B-W y 93 en RN-W. Así pues, vemos que **el sistema español trata a La Rioja mucho mejor de lo que el sistema alemán trata a los Länder que más se le parecen en términos de renta.**

Referencias

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

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

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

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

22: Para España, se trabaja con la capacidad fiscal y la financiación por habitante ajustado. En el caso alemán, sin embargo, se utilizan magnitudes por habitante (sin ajustar) por las razones ya indicadas.

4. Cuadros

Cuadro 4.1 Principales indicadores de coyuntura de la economía de La Rioja (%)

	2016		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, cvec)		
	La Rioja	España	La Rioja	España	La Rioja	España	Último mes
Ventas Minoristas	3,8	3,7	1,6	-0,3	0,9	1,1	abr-17
Matriculaciones	4,3	12,4	3,8	7,4	-0,2	4,8	abr-17
IASS	7,1	4,2	7,4	7,6	-0,4	0,3	mar-17
Viajeros Residentes (1)	-2,9	4,2	2,9	3,3	9,3	3,8	abr-17
Pernotaciones Residentes (1)	-0,3	2,9	0,7	0,8	5,5	4,4	abr-17
IPI	-5,1	1,6	-6,8	1,0	2,9	0,6	abr-17
Visados de Viviendas	125,4	28,9	-29,9	18,7	83,8	-5,4	mar-17
Transacciones de viviendas	5,7	13,7	14,4	8,8	-6,4	1,7	abr-17
Exportaciones Reales (2)	-0,2	3,7	18,5	13,3	-2,5	-0,8	mar-17
Importaciones Reales (2)	4,2	2,6	1,6	8,0	2,0	-0,5	mar-17
Viajeros Extranjeros (3)	4,6	9,7	8,8	8,9	-0,1	1,2	abr-17
Pernotaciones Extranjeros (3)	12,6	9,3	8,4	5,9	100,9	2,3	abr-17
Afiliación a la SS	2,1	3,0	2,8	3,6	0,1	0,4	may-17
Paro Registrado	-12,4	-8,6	-12,8	-10,1	0,1	-1,3	may-17

(1) Residentes en España (2) Exportaciones de bienes (3) No Residentes en España.
Fuente: BBVA Research a partir de INE, MFOM, MEH y MITYC

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

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

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.3 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

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

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

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

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

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.6 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

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

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

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

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

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

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

Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

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

Abreviaturas

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

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

+34 91 374 39 61

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Álvaro Flores

alvaro.flores.alonso@bbva.com

+34 91 757 52 78

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Antonio Marín

antonio.marin.campos@bbva.com

+34 648 600 596

Myriam Montañez

miriam.montanez@bbva.com

+34 638 80 85 04

Matías José Pacce

matias.pacce@bbva.com

+34 647 392 673

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Camilo Rodado

camilo.rodado@bbva.com

+34 91 537 54 77

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia

le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

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