

Situación Galicia

Primer Semestre 2014
Análisis Económico

- **La economía gallega retorna a la senda del crecimiento.**
- **El dinamismo de las exportaciones**, sostenido en la diversificación y en el crecimiento de los principales socios comerciales, **continuará apoyando la recuperación.**
- **El impulso reformador, clave para atajar los problemas estructurales** y mantener la convergencia con España y Europa.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno exterior	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía gallega.....	9
Recuadro 1. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional.....	28
Recuadro 2: Análisis de la situación económica de Galicia a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Cuarto trimestre del 2013	31
4. La financiación autonómica: datos para una negociación complicada Angel de la Fuente - Instituto de Análisis Económico (CSIC).....	33
5. Cuadros.....	40

Fecha de cierre: 12 de marzo de 2014

1. Editorial

Por primera vez desde el inicio de la crisis se consolida un entorno de mayor crecimiento y perspectivas de creación de empleo en la economía gallega. Lo anterior se refleja en una revisión **al alza de las previsiones de BBVA Research**. En particular, los indicadores más recientes apuntan a una aceleración del proceso de recuperación, que habría llevado a la economía gallega a ligar dos trimestres consecutivos de crecimiento al final de 2013 y que, de confirmarse las tendencias actuales, podría tener continuidad a lo largo de 2014. **Todo ello se traduce en unas previsiones de crecimiento de la actividad del 1,5% para el conjunto del año en la región. Asimismo, se incrementa la probabilidad de observar tasas de crecimiento alrededor del 2,5% en 2015.**

Existen varios factores detrás de este entorno más favorable para la economía gallega. En primer lugar, la actividad a nivel mundial va ganando tracción, principalmente como consecuencia de la recuperación que se observa en las economías desarrolladas y, entre ellas, la europea y la española. Por lo tanto, se confirma un escenario de aceleración del crecimiento global desde el entorno del 3% en 2013 hasta niveles cercanos al 3,5% en 2014 y 4% en 2015. Esto podría ser especialmente favorable para las exportaciones gallegas, dadas las ganancias de competitividad y el proceso de diversificación de destinos en el que están inmersas las empresas de la región. En particular, el aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,2 puntos porcentuales anualmente al crecimiento del PIB per cápita gallego durante la crisis (véase el Recuadro 1). Hacia delante, la recuperación de las economías europeas y, en particular de Francia, Reino Unido o Portugal, suponen un importante apoyo para la mejora de la economía gallega, dado el peso de estos países como destino para sus exportaciones.

En segundo lugar, un entorno de mayor certidumbre ha permitido que la demanda interna reduzca considerablemente su lastre sobre el crecimiento. Por un lado, el impulso de las exportaciones, el incremento de la productividad y el proceso de devaluación interna han permitido un aumento del ahorro de las empresas que ha incrementado la inversión en maquinaria y equipo. Por otro, el consumo privado habría ido recuperando dinamismo en los dos últimos trimestres del año anterior como consecuencia del mejor comportamiento de sus fundamentales (menor corrección del empleo, estabilización de la riqueza inmobiliaria, aumento de la financiera y disminución de la incertidumbre). Esta progresiva recuperación de la demanda interna ha tenido como contrapeso el incremento de las importaciones, aunque la progresiva recuperación de los principales socios comerciales permitirá que en próximos trimestres la contribución del sector exterior continúe siendo positiva.

En tercer lugar, tras el esfuerzo fiscal en 2011 y 2012 que permitió alcanzar el objetivo de déficit, Galicia ha podido realizar un menor esfuerzo durante 2013, cumpliendo, como todo parece indicar, igualmente con el objetivo de 2013. Además, aunque a lo largo de 2013 se observa una disminución de la licitación de obra pública en la región, las obras puestas en marcha, pero pendientes de finalización, garantizan un impulso al crecimiento en 2014. En todo caso, y sin que pueda relajarse el esfuerzo para asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas, hacia delante la necesidad de consolidación fiscal es sustancialmente menor.

Finalmente, se ha producido una mejora en los flujos de nuevo crédito en España. El elemento clave de la financiación que precede a la recuperación de la actividad económica es la aceleración de las nuevas operaciones de crédito, no la variación en los saldos vivos (estos se encuentran afectados por el necesario proceso de desapalancamiento que supone un elevado nivel de amortizaciones). Dichos flujos muestran crecimientos en las operaciones ligadas a empresas y al gasto en consumo, factores fundamentales para consolidar la recuperación económica.

En cualquier caso, existen todavía algunos factores de riesgo que podrían frenar la recuperación. En Europa, es indispensable que continúe el proceso decidido hacia la unión bancaria. Asimismo, es importante que el Banco Central Europeo sea consistente con el objetivo de inflación para la zona euro y aplique un esfuerzo simétrico ahora que las previsiones sitúan

el crecimiento de los precios por debajo de la meta durante, al menos, 2014 y 2015. Tasas de inflación bajas en la zona euro hacen más difícil el proceso de desapalancamiento y de ganancias de competitividad en el que se encuentra inmersa la economía gallega. Asimismo, la redistribución de recursos entre sectores sería más fácil con un tipo de cambio algo más depreciado respecto al nivel actual. **En España, será importante valorar qué tanto de la recuperación se debe a una posible desviación del objetivo de déficit público, dado el inevitable proceso de consolidación fiscal que queda por delante.**

Ante este entorno de riesgos menos sistémicos y expectativas de recuperación, es indispensable mantener el impulso reformador. El esfuerzo por mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas, promover la reestructuración del sector financiero y mejorar la competitividad de las empresas ha sido muy importante durante los últimos años. La recuperación que se observa, en parte debido a esas decisiones de política económica, debería ser un aliciente para impulsar una nueva ronda de medidas que consoliden, e incluso mejoren, la tendencia de crecimiento. En particular, el Gobierno español abordará en breve la reforma del sistema impositivo, cuyos objetivos deberían ser los de incentivar la creación de empleo, fomentar el ahorro nacional, atraer la inversión extranjera e incrementar el crecimiento potencial. La creación de empleo a la que puede dar lugar una adecuada reforma fiscal (por ejemplo, reduciendo las cotizaciones sociales), debe verse acompañada por nuevas medidas en los mercados de productos y de trabajo que propicien más empleo, pero también más productivo y estable.

Lo anterior es especialmente importante para Galicia, que enfrenta retos considerables en su mercado laboral, como lo demuestra una tasa de paro estructuralmente elevada respecto a la mayoría de las regiones europeas, o tendencias demográficas adversas que presentan obstáculos significativos hacia delante. Más aún, aunque Galicia crecerá por encima de la media española durante los dos próximos años, lo hará gracias a un mayor aumento de la productividad por trabajador que en el resto del país. Este patrón de convergencia podría agotarse como consecuencia de la presencia de rendimientos decrecientes a escala sobre el capital físico o de expectativas de un menor crecimiento de la inversión pública y de las transferencias recibidas tanto de Europa como del resto de España. Aquí hay que recordar que Galicia ha sido tradicionalmente receptora de los mecanismos de redistribución del sistema de financiación autonómica (ver Sección 4), pero que, conforme converja al promedio de ingreso per cápita en España, el crecimiento de dichos recursos disminuirá considerablemente.

Por todo lo anterior, es imperativo continuar con las reformas que permitan un descenso significativo de la tasa de paro y que impulsen el atractivo para la inversión privada. Entre las primeras, cabe mencionar la necesidad de incentivar un aumento de la contratación indefinida y una mejora de la formación, especialmente a los parados haciendo más eficiente las políticas activas de empleo, además de favorecer el aumento de la tasa de participación en el mercado laboral. Asimismo, es indispensable aumentar el atractivo de la región a la inversión privada, de tal manera que el capital fluya y complemente al gasto público. En particular, son necesarias políticas encaminadas a incrementar la competencia en sectores clave (servicios, comercio minorista), que reduzcan los costes de inicio y operación para las empresas, que establezcan un sistema impositivo más transparente y mejoren la formación de capital humano e impulsen la inversión en nuevas tecnologías e innovación.

2. Entorno exterior

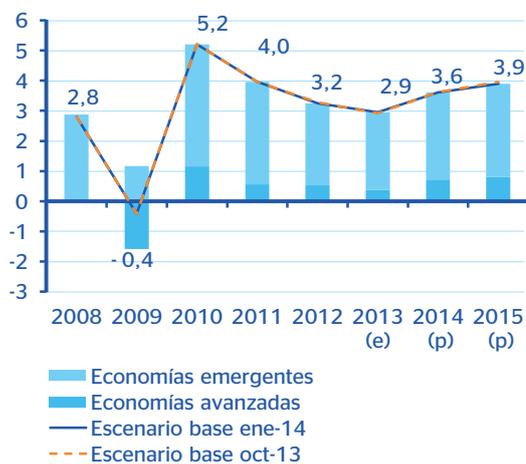
El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica¹

La actividad global se ha fortalecido durante los últimos meses. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1,0% trimestral, y dejaría atrás la desaceleración iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente tras el fin de la recesión a mediados de 2013. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas, como China, mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades de política económica, que han contribuido a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal con más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal haya comenzado a ralentizar su programa de expansión monetaria (*tapering*) a principios de 2014. En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo de países.

Gráfico 2.1

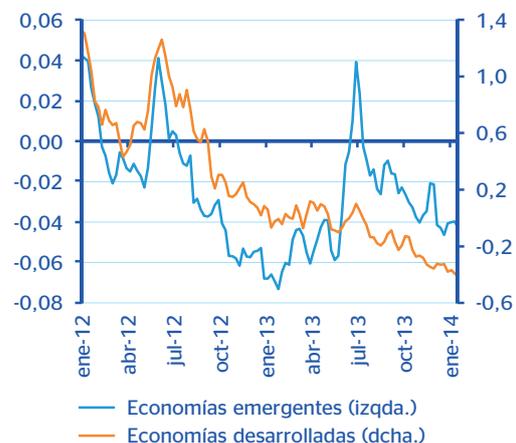
Contribuciones al crecimiento mundial (%)



(e): estimación.
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2.2

Índice de tensiones financieras de BBVA Research



Fuente: BBVA Research

Con todo, el diagnóstico del escenario global mejora respecto al que se tenía hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes de las previsiones. El PIB global, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses por la compensación de cambios en las expectativas de crecimiento de distintas áreas: al alza en EE.UU., a la baja en algunas economías emergentes y sin cambios relevantes en las previsiones del conjunto de la zona del euro en 2014. **La previsible aceleración del crecimiento no resta importancia a la existencia**

¹: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la economía global, véase el número de Situación Global correspondiente al 1T14, disponible en: http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/1402_Situacion_Global_tcm346-423278.pdf?ts=1222014

de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se adivinan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira²

Tras un inicio de 2013 en recesión, la zona euro consiguió mantener una senda de expansión moderada en la segunda parte del año, tal y como preveía BBVA Research. Así, si se confirman las previsiones, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento intertrimestral del 0,3% que, aunque leve, es el mayor desde finales de 2011. Detrás de este ligero aumento está la perspectiva de mejora de la demanda doméstica, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido, y seguirá siendo, el sector exportador.

Los factores que están apoyando la recuperación de la actividad en el área del euro son: i) la recuperación de la demanda externa; ii) la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva; y, por último y ligado con lo anterior, iii) los pasos dados hacia la unión bancaria, que han de reducir la fragmentación financiera que limita el papel de la política monetaria en el conjunto del área. En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y, en general, de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios. **Con todo, se mantienen las previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015.**

España entra en la fase expansiva³

En 2013 la economía española experimentó una mejora gradual a lo largo del año, en parte como consecuencia de las medidas implementadas tanto en Europa como en España durante la segunda mitad de 2012⁴. A pesar de que el panorama internacional no estuvo exento de riesgos⁵, a medida que transcurría el año se fue asentando un **tono más positivo en los mercados financieros**, marcado por la normalización de la entrada de flujos de capital, la revalorización de las cotizaciones bursátiles y la disminución de las primas de riesgo. Al hilo de estos avances, en el segundo semestre del año se asistió a una recuperación escalonada de la actividad y del empleo, alentada también por una **política fiscal menos contractiva de la esperada y la modesta reactivación de la economía europea**, en un contexto de tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos. Pese a todo, **el grado de fragmentación del sector financiero europeo permaneció elevado**, lo que continuó pesando sobre el coste de la financiación de empresas y familias en países como España.

Todo lo anterior llevó a que la economía española ligara dos trimestres consecutivos de variaciones positivas en la actividad durante la segunda mitad del año y cerrara el cuarto trimestre de 2013 con un crecimiento del PIB en torno al 0,3% t/t. En todo caso, este cambio de tendencia fue **insuficiente para evitar una caída del -1,2% en el conjunto del ejercicio.**

2: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la economía europea, véase el número de Situación Europa correspondiente al 1T14, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/europa/novedades/detalle/Detalle_346_373276.jsp?id=tcm:346-176089-64

3: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la economía española, véase el número de Situación España correspondiente al 1T14, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf?ts=1222014

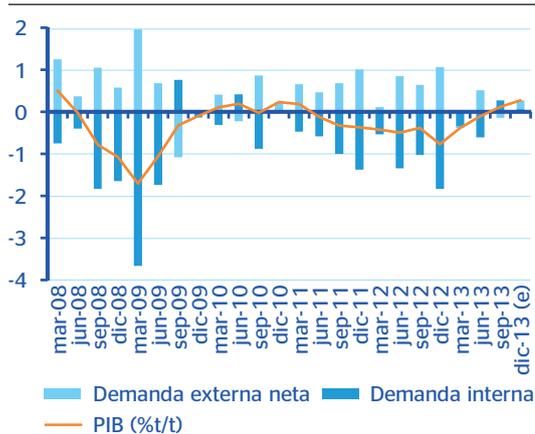
4: Destacan el programa Transacciones Monetarias Directas (OMT por sus siglas en inglés) del BCE; el acuerdo de ayuda financiera rubricado por Europa y España para reforzar la solvencia del sistema financiero español, el paquete de medidas fiscales anunciado por el Gobierno español para realinear la senda de ajuste de las cuentas públicas con los objetivos acordados con la Unión Europea y, finalmente, las acciones más recientes del BCE para avalar la estabilidad financiera y apuntalar la recuperación económica.

5: Donde cabe mencionar la inestabilidad política en algunos países europeos en la mayor parte del año, la desaceleración de la actividad en ciertas economías emergentes en la parte central del ejercicio y, en el tramo final, la incertidumbre fiscal y monetaria en EE.UU. o el cambio de flujos de inversión que se observó a partir del incremento de los tipos de interés en las economías desarrolladas.

La contracción de la actividad en el conjunto del año se debió enteramente al retroceso de la demanda nacional, a pesar de haber vuelto al terreno expansivo en el segundo semestre del año. Por el contrario, la demanda externa neta habría amortiguado nuevamente el deterioro, a pesar de la corrección transitoria a la baja observada en la parte final del año (véase el Gráfico 2.3). De cara al primer trimestre de 2014, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere una continuidad del tono expansivo de la actividad (MICA-BBVA: entre el 0,3% t/t y el 0,5% t/t) (véase el Gráfico 2.4)⁶.

Gráfico 2.3

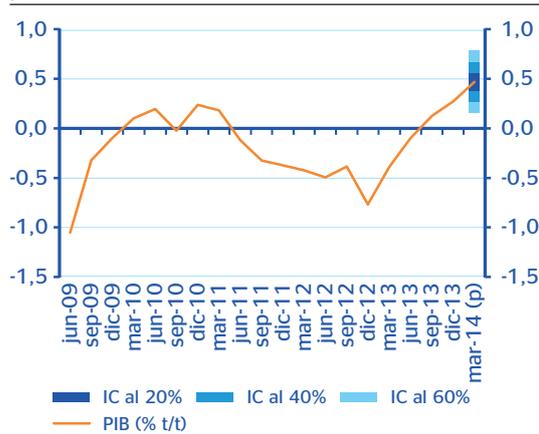
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



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

Gráfico 2.4

España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA



(p): previsión.
Previsión actual: 7 de febrero de 2014.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Hacia delante, la mejora de los fundamentos de la economía española justifica la consolidación de la recuperación a lo largo del próximo bienio. La actividad crecerá en torno al 0,9% en 2014 y se acelerará hasta el 1,9% en 2015, ritmos de crecimiento que serán suficientes para crear empleo de manera sostenida por primera vez desde el inicio de la crisis, pero que no permitirán reducir la tasa de paro de forma significativa (véase el cuadro 2.1). En el panorama económico internacional, se espera un mayor crecimiento de la economía global que el observado en 2013, lo que en el caso de la zona del euro supondrá aumentos del PIB del 1,1% en 2014 y del 1,9% en 2015, tras dos años en recesión. Este factor, junto con la diversificación geográfica⁷ y la depreciación del tipo de cambio efectivo real -apoyada en la devaluación interna y la política monetaria acomodaticia en Europa- reafirmarán la **evolución diferencialmente positiva de las exportaciones españolas**. A nivel doméstico, se anticipa un tono de la política fiscal menos contractivo que el observado en 2013 y, sobre todo, que en 2012. Asimismo, la restauración de la confianza, la recuperación del empleo, la reducción del coste de financiación, el efecto arrastre de las exportaciones y, por último, el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán la **recuperación de la demanda interna**.

Si bien el escenario presentado en este informe no difiere del adelantado hace tres meses, los datos indican que la economía española está experimentando una recuperación de la demanda doméstica y del empleo algo más robusta que la esperada en noviembre. En consecuencia y, **por primera vez desde el comienzo de la crisis, se detectan riesgos al alza sobre el crecimiento**.

Por otro lado, **aunque se mantienen algunos frentes abiertos** cuya resolución será necesaria para consolidar la recuperación, tanto la probabilidad de ocurrencia como el impacto de estos **riesgos a la baja en la economía española han disminuido**. La relajación de las tensiones

6: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: www.bbva.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012.

7: Véanse, al respecto, el Recuadro 3 de Situación España correspondiente al 1T14, disponible en: http://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf?ts=1222014 y el Recuadro 1 de esta misma publicación para el caso específico de Extremadura.

financieras y la reversión de la fragmentación del sistema financiero europeo están supeditadas al cumplimiento de los compromisos contraídos, tanto a nivel doméstico como en el conjunto de Europa. **En Europa es indispensable que se avance de forma decidida hacia la unión bancaria**, y se realice una revisión de la calidad de los activos del sector financiero que elimine por completo las dudas que queden sobre la viabilidad de algunas entidades. **En España, es de vital importancia dar continuidad a los planes de reformas estructurales y al ajuste de las cuentas públicas.**

Cuadro 2.1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T13	2T13	3T13	4T13 (e)	2012	2013 (e)	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-3,7	-3,2	-1,5	0,0	-3,3	-2,1	0,4	1,3
G.C.F Privado	-4,3	-3,3	-2,2	0,1	-2,8	-2,4	0,9	1,3
G.C.F Hogares	-4,4	-3,3	-2,2	0,1	-2,8	-2,5	0,9	1,3
G.C.F AA.PP	-2,0	-2,8	0,3	-0,2	-4,8	-1,2	-1,1	1,3
Formación Bruta de Capital	-7,2	-6,2	-6,3	-3,4	-6,9	-5,8	0,1	5,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,5	-6,3	-6,3	-3,3	-7,0	-5,9	0,2	5,2
Activos Fijos Materiales	-8,2	-6,6	-6,6	-4,2	-7,8	-6,4	-0,2	5,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-4,3	1,0	0,2	6,5	-3,9	0,8	6,0	7,8
Equipo y Maquinaria	-4,4	1,1	0,2	6,3	-3,9	0,7	5,8	7,8
Construcción	-10,2	-10,7	-10,3	-9,7	-9,7	-10,2	-3,8	3,1
Vivienda	-9,0	-8,6	-8,3	-7,4	-8,7	-8,4	-3,4	5,0
Otros edificios y Otras Construcciones	-11,1	-12,4	-12,0	-11,6	-10,6	-11,8	-4,2	1,5
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-4,4	-3,7	-2,5	-0,6	-4,1	-2,8	0,4	2,0
Exportaciones	3,1	9,1	4,7	4,0	2,1	5,2	6,5	6,7
Importaciones	-4,7	2,5	0,7	2,6	-5,7	0,3	5,2	7,4
Saldo exterior (*)	2,4	2,1	1,4	0,5	2,5	1,6	0,6	-0,1
PIB real pm	-2,0	-1,6	-1,1	-0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
PIB nominal pm	-0,8	-0,9	-0,7	0,6	-1,7	-0,5	1,5	3,0
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	-1,6	-1,3	-0,7	0,3	-1,2	-0,8	1,2	1,8
PIB sin construcción	-0,9	-0,5	0,0	1,1	-0,4	-0,1	1,5	1,8
Empleo total (EPA)	-4,6	-3,6	-2,9	-1,2	-4,5	-3,1	0,4	1,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	27,2	26,3	26,0	26,0	25,0	26,4	25,6	24,8
Empleo total (e.t.c.)	-4,6	-3,9	-3,2	-1,4	-4,8	-3,3	0,3	0,9

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación.

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

3. Perspectivas de crecimiento de la economía gallega

Desde la publicación de la última edición de Situación Galicia hace casi un año, varios factores han afectado al comportamiento de la coyuntura económica regional. Por un lado, a pesar de que el panorama internacional no estuvo exento de riesgos⁸, **los mercados financieros se han ido asentando en un tono más positivo**, marcado por la normalización de las entradas de flujos de capital, la revalorización de las cotizaciones bursátiles y la disminución de las primas de riesgo. En paralelo, se ha asistido a una **recuperación escalonada de la actividad y del empleo y al afianzamiento del sector exterior regional**, alentados también por una reactivación de la economía europea, en un contexto de tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos. Pese a todo, **la transmisión de la política monetaria hacia familias y empresas continúa obstaculizada por el proceso de fragmentación del sector financiero europeo**, que dificulta la dinamización del crédito en países como España y supone un riesgo para la recuperación en las regiones con mayor nivel de apalancamiento. Por ello, **es indispensable que se avance de forma decidida hacia la unión bancaria en el seno de la UE**.

Por otro lado, **a nivel doméstico, el Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó los datos de crecimiento en diciembre. Aunque afectó ligeramente al perfil de años anteriores, no trajo grandes novedades para 2012.**

El año 2013 se confirmó como un periodo de transición, en el que los principales indicadores de coyuntura han ido mejorando a lo largo del año. En parte, ello es debido al dinamismo de la demanda externa (tanto en bienes como en turismo) mientras que el esfuerzo de consolidación fiscal, aun cumpliendo con el objetivo de déficit, pudo ser menos intenso que en años anteriores y que en otras comunidades. La conjunción de estos factores lleva a una **revisión de las previsiones para el conjunto del año hasta el -1,0%**, desde el -1,3% previsto hace cuatro meses.

Hacia delante, **la aceleración del crecimiento de la economía mundial, la recuperación en la zona euro tras dos años en recesión y la depreciación del tipo de cambio efectivo real (apoyada en la devaluación interna) reafirmarán el crecimiento de las exportaciones gallegas. Asimismo, la restauración de la confianza, la recuperación del empleo, la reducción del coste de financiación y el efecto arrastre del sector exterior apoyarán una mayor contribución de la demanda interna.** Además, el cumplimiento con holgura del objetivo de estabilidad presupuestaria en 2013 supone la posibilidad de realizar **un esfuerzo fiscal inferior a la media en 2014**, lo que permite un margen adicional de política fiscal. Esto, **junto con los esfuerzos que todavía se están realizando en materia de infraestructuras, se traduce en un empuje adicional para el crecimiento económico en la región.** Finalmente, **el proceso de corrección de los desequilibrios internos se encuentra más avanzado en Galicia, lo que supone también una menor restricción para el crecimiento futuro. En síntesis, para el año en curso se espera un crecimiento del PIB del 1,5%**, que supone mantener un diferencial positivo con el conjunto de la economía española, que crecerá un +0,9%. Con todo, dicha estimación no está exenta de riesgos. Esencialmente, éstos dependerán del ritmo de recuperación en las economías de los principales socios comerciales, de la robustez en el crecimiento de los países emergentes, de los avances en las reformas en el seno de la UE y España y de la capacidad de la economía gallega para transformar la mejora de la actividad en crecimiento del empleo.

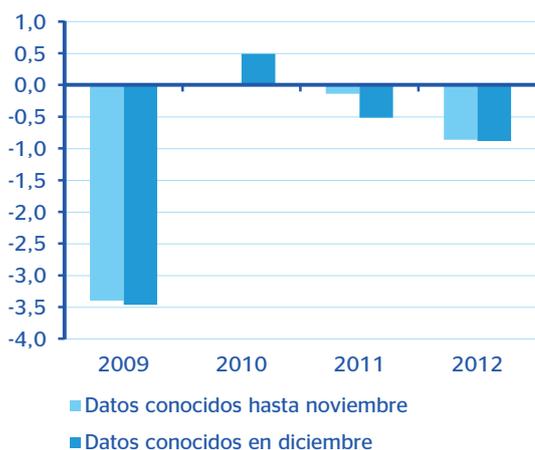
8: Donde cabe mencionar la inestabilidad política de algunos países europeos y la desaceleración de la actividad en ciertas economías emergentes

La economía gallega mostró un mejor comportamiento que España en 2013 y abandonó la recesión en la parte final del año

En el último número de esta publicación en marzo del año anterior, la disminución esperada del PIB regional para 2012 y 2013 se situaba en el -1,1% y -0,9%, respectivamente. En el mes de diciembre, el INE revisó los datos de crecimiento de los últimos años, y si bien esto no afectó a la variación del PIB del año 2012 (-0,9% antes y después de la revisión), sí que se modificó el perfil de los dos años anteriores: los últimos datos reflejan que Galicia creció un 0,5% en 2010 (sin crecimiento con los datos conocidos en marzo) pero que cayó cuatro décimas más en 2011 (ahora, -0,5%; véase el Gráfico 3.1). **En conjunto, la variación media anual del PIB entre 2008 y 2012 fue del -0,4%, una intensidad del ajuste algo menor** que la del conjunto de España, cuyo PIB se contrajo en un -0,8% promedio anual en el mismo periodo.

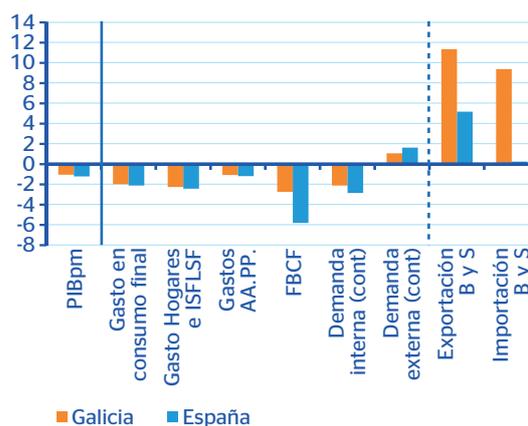
De cara a 2013, la visión de BBVA Research plasmaba una evolución de la economía que iba disminuyendo su corrección gracias a dos factores: una demanda interna que seguía menos condicionada por los desequilibrios internos y un sector exterior que mantenía su dinamismo. A lo largo del año, estos dos factores han continuado siendo determinantes, y el escenario dibujado se ha visto confirmado. Según las últimas estimaciones, la economía regional podría haber caído un -1,0% en 2013, lo que supondría una desviación de tres décimas frente a lo inicialmente previsto. Así, la contracción en la región sería dos décimas inferior a la observada en el conjunto de España⁹. **En primer lugar, y apoyada en los avances en el proceso de corrección de los desequilibrios generados antes y durante la crisis, la demanda interna regional muestra una menor contribución negativa al crecimiento que en el conjunto de España** (véase el Gráfico 3.2). La información disponible de los indicadores de coyuntura, que mostraron un buen comportamiento durante 2013 (especialmente en la parte central del año), apoya esta visión. Adicionalmente, la relativamente buena situación de las cuentas públicas, generada en años anteriores, ha permitido reducir el esfuerzo fiscal en 2013, lo que ha drenado menos crecimiento que en otras comunidades. Además, el sector inmobiliario, cuyo nivel de sobreoferta continúa siendo inferior al de España, ha continuado su corrección.

Gráfico 3.1
Galicia: crecimiento anual del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2
Galicia y España: crecimiento anual del PIB y sus componentes 2013 (%)



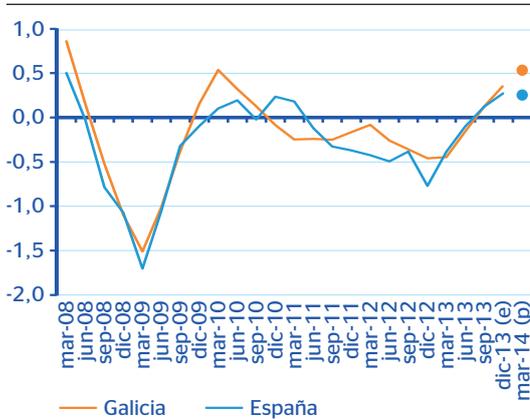
Fuente: BBVA Research a partir de INE e IGE

9: Las estimaciones realizadas por BBVA Research son consistentes con los datos de la Contabilidad Regional de España publicados por el INE. La Contabilidad Trimestral de Galicia, publicada por el Instituto Galego de Estadística, refleja que la economía gallega habría experimentado una caída del PIB del -1,1% en 2013

En segundo lugar, el sector exterior ha mostrado su fortaleza durante 2013 y continúa siendo otro elemento diferencial de la economía regional. Este buen comportamiento se ha plasmado tanto en el dinamismo mostrado por las exportaciones de bienes como en la contribución positiva del turismo. Detrás del primero se encuentran el proceso de diversificación que viene desarrollando la región (véase el Recuadro 1) y la progresiva recuperación de los principales socios comerciales. Respecto al turismo, la explicación se encuentra tanto en el dinamismo del turismo nacional, el más importante para Galicia, particularmente durante los meses centrales del año, como en el del turismo de no residentes en España, que también muestra un comportamiento diferencialmente positivo en la región.

Desde el primer trimestre de 2013, la economía gallega comenzó a mostrar un cambio de tendencia apoyada en estos dos factores. Este comportamiento quedó reflejado en la evolución de los distintos instrumentos de seguimiento que utiliza BBVA Research. En primer lugar, los resultados del modelo MICA BBVA muestran que la economía regional no cayó en el tercer trimestre del año, y que registró tasas de crecimiento positivas, aunque débiles e insuficientes para evitar una caída del PIB en el conjunto de 2013, en el cuarto trimestre (véase el Gráfico 3.3). La información disponible actualmente anticipa la continuidad de esta mejora durante el primer trimestre del año. En segundo lugar, la Encuesta BBVA de Actividad Económica, realizada a la red de oficinas sobre la evolución de la economía en la región, refleja una mejora continuada a lo largo del año 2013 (véase el Gráfico 3.4 y el Recuadro 2) y una perspectiva ligeramente positiva (por primera vez desde que se realiza la encuesta) para el primer trimestre de 2014.

Gráfico 3.3
Galicia y España: MICA BBVA - Galicia y crecimiento del PIB real (t/t; %; CVEC¹⁰)



(e): Estimación.
(p): Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4
Galicia: Encuesta BBVA de Actividad Económica, actividad y expectativas para el próximo trimestre



Fuente: BBVA

El consumo de los hogares comienza a mostrar signos de mejora

El consumo de los hogares se vio menos condicionado en 2013 por varios factores. Por un lado, las tensiones financieras y el incremento del coste de financiación se redujeron considerablemente. Por otro, en 2013 no se repitieron dos de las actuaciones del sector público con impacto relevante sobre la demanda: la subida del IVA y la supresión de la paga extraordinaria a los empleados públicos. Así, la menor contracción esperada de la renta disponible real de las familias, junto a la mejora en la percepción sobre la situación económica, la menor caída de la riqueza inmobiliaria, el aumento de la riqueza financiera neta y la vigencia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE)¹¹ habrían contribuido a sostener el consumo privado nacional en 2013.

10: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC)

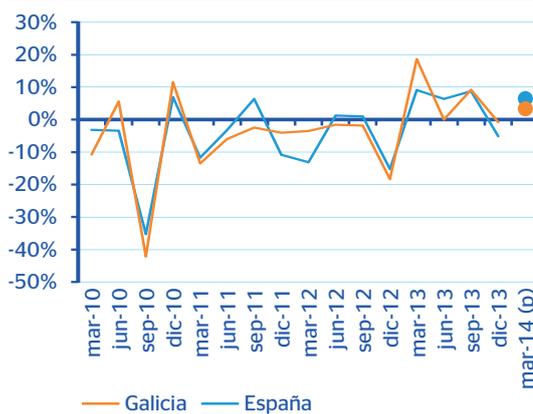
11: El PIVE tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes

Portanto, **a lo largo de 2013, el deterioro del consumo de los hogares se redujo significativamente**. Esto se percibe en la evolución de la mayoría de los indicadores de coyuntura que, tras finalizar 2012 registrando fuertes descensos, experimentaron caídas considerablemente inferiores durante 2013, e incluso llegaron a mostrar tasas de crecimiento positivas durante la parte final del año. Así, en el conjunto del año, las mejores noticias llegaron del comportamiento dinámico de las matriculaciones de automóviles, que crecieron un 8,6% (vs 4,8% de España) mientras que el índice de comercio al por menor, aunque retrocedió un 4,9%, un punto más que el conjunto nacional, lo hizo a tasas considerablemente menores que el año anterior.

A pesar de la mejoría observada, la **debilidad de la incipiente recuperación** se refleja tanto en la evolución de las ventas minoristas como de las matriculaciones, que retrocedieron nuevamente en términos trimestrales en el último trimestre del año un 1,0% y un 0,8% t/t (CVEC), respectivamente (véanse los Gráficos 3.5 y 3.6). Sin embargo, tomando en cuenta la evolución de los determinantes fundamentales del consumo, sería de esperar que este retroceso del cuarto trimestre de 2013 fuera temporal. En esta línea, la información disponible para el primer mes del año, permite prever una vuelta a tasas de crecimiento de los indicadores de consumo en el primer trimestre de 2014, lo que confirmaría la recuperación considerada por BBVA Research.

Gráfico 3.5

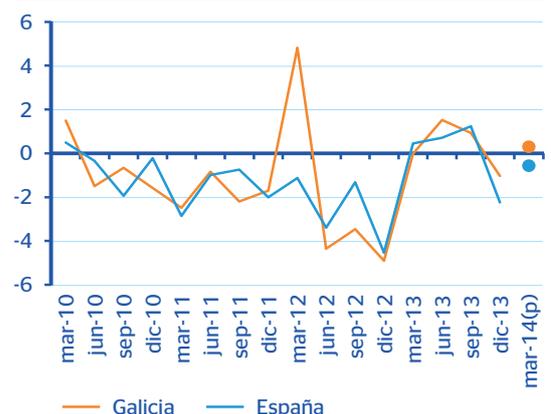
Galicia y España: matriculaciones de turismos (t/t; %; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de DGT

Gráfico 3.6

Galicia y España: ventas minoristas (t/t; %; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Mejor posición de la Xunta que llevará a un menor esfuerzo fiscal

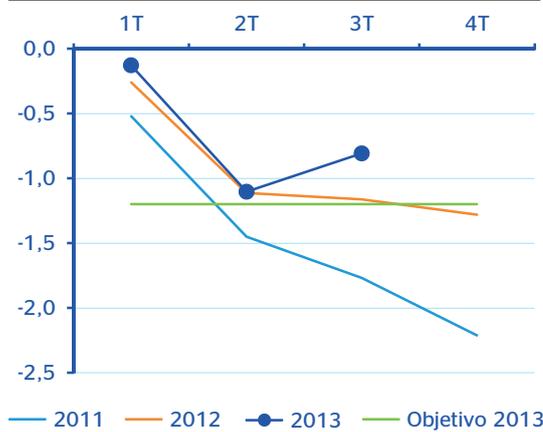
Durante el año 2012, la Xunta de Galicia continuó con la política de consolidación fiscal iniciada a mediados de 2010, y logró reducir su déficit en casi un punto porcentual -desde el -2,2% registrado en 2011¹² hasta el -1,3% con el que cerró 2012- (véase el Gráfico 3.7). Una vez se depuran los ajustes realizados para la contabilización de las liquidaciones del sistema de financiación autonómica, en el Gráfico 3.8, puede observarse que durante 2011 y 2012 la Xunta realizó un importante esfuerzo de contención del gasto, más intensa en el de capital y, en menor medida, en la remuneración de asalariados, afectada por la eliminación de la paga extra de diciembre de 2012. Por otro lado, la evolución de los ingresos apenas contribuyó a la reducción del déficit observado.

La información disponible de ejecución presupuestaria hasta septiembre de 2013 pone de manifiesto que Galicia ha moderado su política de contención de gasto y que los ingresos siguen sin recuperarse debido a las menores entregas a cuenta de los recursos del sistema de financiación. Como consecuencia, el déficit de la Xunta de Galicia se situó a cierre del tercer trimestre del año en torno al 0,8% de su PIB, tres décimas por debajo del observado hasta septiembre de 2012 (-1,2%). La información más reciente sitúa el déficit de la Xunta de Galicia

12: Excluida la liquidación negativa del sistema de financiación autonómica de 2009, que en Galicia se elevó hasta el 2,9% del PIB regional.

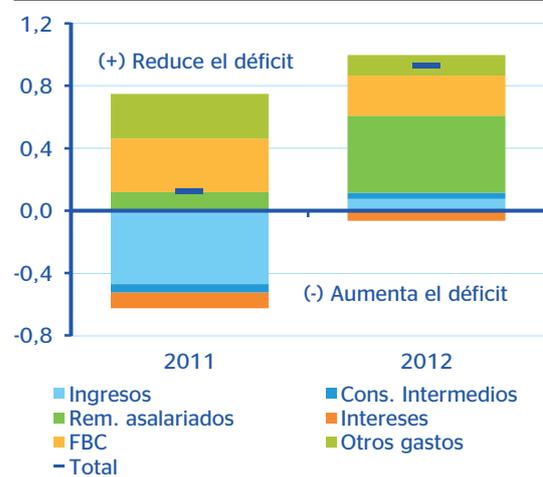
en torno al 1,2% del PIB regional a cierre de noviembre de 2013, y se espera que haya finalizado 2013 con un déficit próximo a su objetivo de estabilidad (-1,2% del PIB).

Gráfico 3.7
Galicia: capacidad (+) / necesidad (-) de financiación* (% PIB regional)



(*) En 2011, excluida la liquidación negativa del sistema de financiación autonómica de 2009 (2,9% del PIB)
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.8
Galicia: descomposición del ajuste fiscal * (pp del PIB)

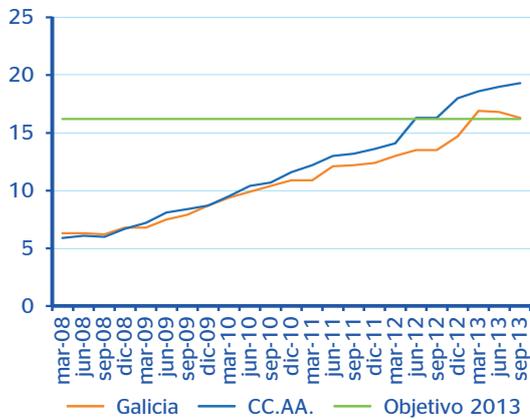


(*) Excluidos los efectos de las liquidaciones del sistema de financiación autonómica
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Por su parte, el incremento de la deuda de la Xunta de Galicia durante los últimos trimestres ha sido más moderado que en el conjunto de comunidades autónomas, debido en gran medida a que no ha tenido la necesidad de acudir a los mecanismos de provisión de liquidez puestos en marcha por el Gobierno central. De esta forma, la deuda de la comunidad se incrementó en torno a 1,6pp del PIB en los tres primeros trimestres de 2013, situándose en el 16,3% del PIB regional, por debajo del 19,3% del PIB registrado por la media autonómica y ligeramente por encima de su objetivo de deuda aprobado para 2013 (16,2%). En este contexto, con un déficit y una deuda por debajo de la media autonómica, la Xunta mantiene una situación relativamente favorable frente al conjunto de comunidades autónomas (véanse los Gráficos 3.9 y 3.10)

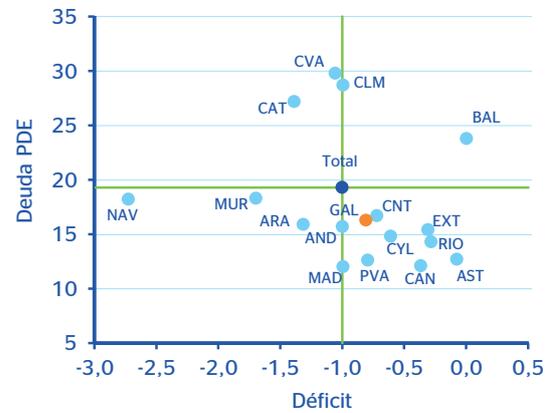
Hacia delante, el presupuesto aprobado por la Xunta de Galicia para 2014 continúa con la política de ajuste fiscal. Así, se prevé que el nivel de gasto se reduzca en torno a un 1,1% respecto al presupuesto inicial de 2013, concentrando el ajuste en las transferencias corrientes y en las operaciones de capital. Por su parte, la Xunta espera que el total de ingresos no financieros caiga un 2,9% respecto a las previsiones iniciales de 2013 debido, fundamentalmente, a una merma en los recursos esperados del sistema de financiación autonómica. Con todo, Galicia prevé cerrar el año 2014 cumpliendo con el objetivo de déficit del 1,0% del PIB regional.

Gráfico 3.9
Galicia: evolución de la deuda según PDE
(% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.10
CC.AA.: déficit y deuda pública 3T13
(% del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y BdE

Menos desequilibrios en un sector inmobiliario muy dependiente de la demanda doméstica

El sector inmobiliario en Galicia se caracteriza por contar con un menor desequilibrio por el lado de la oferta, y por el escaso peso que supone la demanda de extranjeros en el sector. Desde el punto de vista de la oferta, Galicia es una de las regiones donde el exceso de viviendas nuevas sin vender ejerce una menor presión en el mercado que la media nacional. Según los últimos datos del Ministerio de Fomento, en 2012 este stock de viviendas sin vender en la región apenas superaba el 2% del parque residencial, frente al 2,3% de la media española. Sin embargo, la actividad constructora se mantiene débil y, por el momento, no muestra síntomas claros de recuperación. Así, los visados de nuevas viviendas en el último trimestre de 2013 no lograron mantener la tendencia alcista que parecía haberse iniciado en el segundo trimestre. En consecuencia, durante el pasado año se firmaron 1.550 visados, un 27% menos que en 2012, lo que supone un descenso algo más acusado que el 23% de caída media en España (véase el Gráfico 3.11).

Esta contracción de la oferta responde, en parte, a la debilidad de la demanda que, de nuevo, volvió a mostrar un comportamiento más contractivo que la media nacional. Así en los tres primeros trimestres de 2013 la caída de las ventas fue mayor en Galicia que en España: según los datos del Ministerio de Fomento, entre enero y septiembre del pasado año las ventas de vivienda en Galicia cayeron el 18% respecto al mismo periodo de 2012, mientras que en España el descenso fue algo inferior al 10%. Diferenciando por tipología, se observa que las ventas de viviendas de segunda mano prácticamente permanecieron constantes en el periodo, pero las asociadas a viviendas nuevas cayeron a una tasa del -42% a/a debido, en buena medida, al adelantamiento de compra de vivienda nueva que se produjo en 2012 como consecuencia de la subida del IVA a partir de enero de 2013¹³.

Parte de la peor evolución en las ventas puede explicarse por el limitado impacto que tiene la demanda de vivienda por parte de los extranjeros en la región: mientras en el conjunto del país el 17% de las viviendas vendidas en los tres primeros trimestres de 2013 fueron compradas por extranjeros, en Galicia esta proporción fue tan sólo del 2% (véase el Gráfico 3.12). Sin embargo, en este periodo se aprecia una mejor evolución de las compras realizadas por ciudadanos residentes en otras comunidades autónomas, al pasar de 900 operaciones en los primeros nueve meses de 2012 a casi 1.450 en el mismo periodo de 2013, un crecimiento

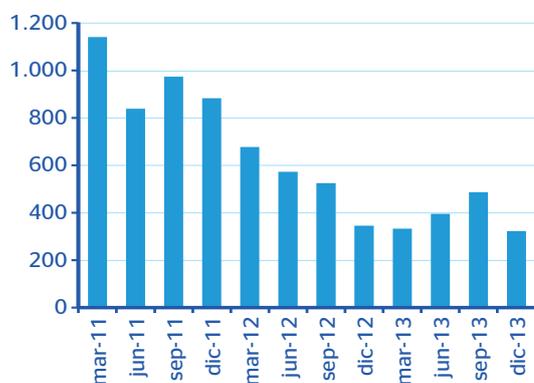
13: A partir del 1 de enero de 2013 cambió la fiscalidad de la vivienda. Se eliminó la deducción por compra de vivienda habitual y aumentó el IVA asociado a vivienda del 4% al 10%. Ello animó a una parte de los hogares a adelantar la compra de vivienda con el fin aprovechar una fiscalidad más ventajosa, sobre todo en la compra de vivienda nueva, operación gravada por el IVA, ya que este impuesto no repercute en la compra de vivienda usada.

del 65% a/a, frente al 7,5% de media nacional. Con esto, en promedio trimestral, las compras de vivienda en Galicia por parte de residentes en otras regiones españolas entre enero y septiembre aportaron 5,8 pp, a la evolución interanual de las ventas totales, frente a 1,0 pp de la media española. La demanda de los residentes en otras comunidades autónomas, por tanto, compensa en parte el menor dinamismo de la demanda extranjera. Aunque por el momento el volumen de operaciones es reducido, la confirmación de esta tendencia al alza en trimestres venideros sería positiva para reducir la sobreoferta.

A pesar de la contracción de la demanda, el precio de la vivienda en Galicia mostró cierta estabilidad durante el pasado año. Así, el precio permaneció prácticamente estancado en 2013, registrando una variación intertrimestral promedio del 0,1% t/t CVEC. Una evolución más positiva que la del precio medio de la vivienda en España que, durante 2013, cayó a una tasa promedio intertrimestral ligeramente superior al 1% (CVEC). Con esto, el precio de la vivienda en Galicia ha caído menos que la media española (-31,1% vs -37,6%, en términos reales respecto al pico de antes de la crisis), lo que es consecuente con el menor desequilibrio que muestra el sector en la región y con la menor subida que registraron los precios en la etapa de auge, y ha llevado a que los precios en términos reales se encuentren ya en niveles de la primera mitad de 2003. Aunque en Galicia el esfuerzo de acceso a una vivienda en términos de renta se ha venido manteniendo por debajo de la media nacional, la corrección en el precio de la vivienda, unida a una menor caída de la renta salarial del hogar, ha permitido reducir este esfuerzo más que en el conjunto del país. Como resultado, a finales de 2013, un hogar medio en Galicia requería destinar algo menos del 26% de su renta al pago de la vivienda, alcanzando niveles de 2003, frente al 31% medio de España. En consecuencia, el recorrido a la baja de los precios en la región parece bastante limitado, lo que no evitará la existencia de cierta heterogeneidad a nivel local.

Gráfico 3.11

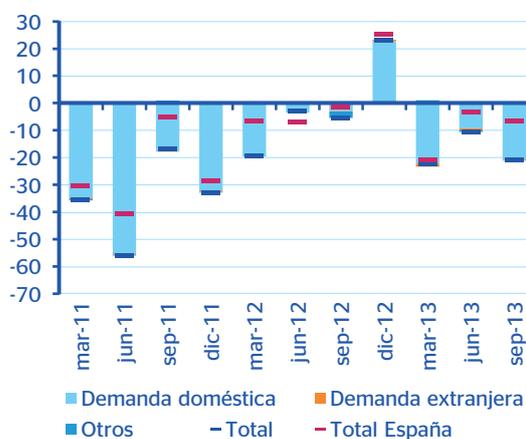
Galicia: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Fomento

Gráfico 3.12

Galicia: ventas de viviendas por nacionalidades (contribución al crecimiento interanual)



Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Fomento

Reducción de la licitación de obra pública en 2013

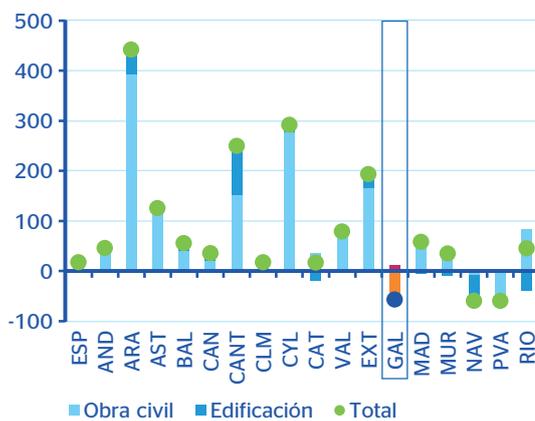
Si bien hasta 2012 Galicia había sido una de las comunidades autónomas donde menos se había resentido el presupuesto destinado a obra pública, durante 2013 fue, junto con País Vasco y Navarra, una de las regiones donde más ha caído la dotación presupuestaria para licitación. En concreto, el presupuesto de licitación se redujo el 57% respecto a 2012. Esta evolución contrasta con la que ha registrado la mayor parte de las comunidades autónomas, que han visto incrementarse el presupuesto por primera vez tras varios años de contracción (véase el Gráfico 3.14). Así, desde que alcanzara el máximo en 2006, el presupuesto de licitación en Galicia ha pasado de más de 2.660 millones de euros a unos 445 millones al cierre de 2013, una corrección del 83%, algo menos intensa que la registrada en el conjunto del país (-87%).

El retroceso en 2013 ha venido, sobre todo, por el lado de la obra civil, que cayó el 72% a/a. Por su parte, la dotación para obra en edificación creció a una tasa algo superior al 200% respecto a 2012, cuando el presupuesto para esta partida registró un mínimo histórico (57,5 millones de euros). Sin embargo, debido al menor peso de la edificación en el conjunto de la obra pública, este incremento sólo consiguió moderar la caída total de la licitación en unos 11pp. Con todo, durante 2013, Galicia fue una de las tres regiones que contribuyó negativamente al crecimiento de la dotación de obra pública en España. En concreto, Galicia drenó unos 10pp al crecimiento de la licitación en el conjunto nacional en el pasado año.

Atendiendo a los organismos financiadores, a escala nacional se observa que la mayor parte del crecimiento del presupuesto destinado a obra pública provino del Estado: del 17,4% de crecimiento presupuestario en 2013, 6,5pp procedieron de los entes territoriales y 10,9pp del Estado. Sin embargo, en Galicia el escenario fue diferente: la caída del presupuesto se debió a la reducción del presupuesto otorgado por el Estado, ya que la dotación de los entes territoriales aumentó casi el 14% a/a.

Gráfico 3.13

Contribución al crecimiento interanual de la obra pública por tipo de obra (pp., 2013)



Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Fomento

Gráfico 3.14

Galicia: presupuesto para licitación por agente



Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Fomento

Durante los últimos años, la mayor parte del presupuesto de obra pública en Galicia se ha destinado a la construcción de la línea del AVE Madrid-Galicia: en 2011 y 2012, este proyecto consumió más del 70% del presupuesto total de obra pública. Así, buena parte de los trabajos realizados en el año anterior y en el corriente en la región fueron licitados en esos dos años, por lo que la caída de la licitación no vino necesariamente acompañada de una caída similar en la ejecución de obras: así lo reflejan las cifras de ocupados en la construcción que, a pesar de la caída de la licitación, disminuyeron a un ritmo similar a la media nacional en 2013 (-12,5% vs -11,5%)¹⁴. En cualquier caso, esta obra seguirá aportando a la economía ya que, por lo pronto, se espera que desde Adif se licite en torno a 700 millones de euros para continuar con el proyecto durante el presente año.

El dinamismo de la demanda externa de bienes gallegos evita una mayor caída de la actividad en 2013

Las exportaciones gallegas de bienes al extranjero en términos reales, tras registrar una caída del 3% en 2012, aumentaron un 13,9% en 2013 (8,6 puntos más que en España), llegando a superar en más de 34pp el nivel pre-crisis en el último trimestre del año (véase el Gráfico 3.15). Este fuerte crecimiento viene explicado por la positiva evolución tanto de las manufacturas de consumo (8%) como de los bienes de equipo (20%) y, sobre todo, de los

14: Sin embargo, las restricciones presupuestarias sí parecen estar ajustando en cierto modo el proyecto inicial.

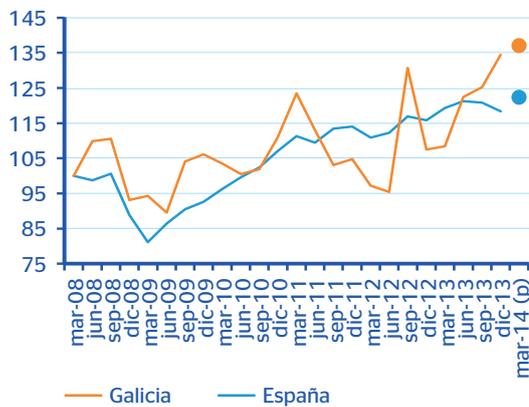
automóviles (32%). Entre los tres sectores aglutinaron casi un 47% de las exportaciones de bienes en términos reales en 2013, lo que dado un peso de las exportaciones en el PIB gallego del 32% permitió que las ventas de bienes al exterior continuaran siendo el elemento diferencial de la economía regional.

Sin embargo, esta evolución no fue constante durante todo el año. La prolongación de un entorno recesivo en los principales socios comerciales de la región en el primer trimestre de 2013, mantuvo estancadas las exportaciones en aquel entonces tras la fuerte caída registrada en el cuarto trimestre del año anterior. Como se puede observar en el Gráfico 3.16, las exportaciones continuaron creciendo a destinos en expansión (exUE), lo que eleva la probabilidad de que haya habido problemas de demanda y no de oferta. En este sentido, a medida que avanzó el año 2013 y la recuperación fue ganando terreno en Europa, en general, y en Francia (principal socio comercial de la región¹⁵) en particular, las exportaciones reales fueron dinamizándose progresivamente.

Detrás de una parte del dinamismo de las exportaciones gallegas en los últimos años se encuentra una exitosa estrategia de diversificación tanto en términos de producto como de destino, a la que ya se aludió en el anterior número de esta publicación. Dada la relevancia de esta estrategia, se ha desarrollado un análisis más profundo de las causas y efectos de esta diversificación en el Recuadro 1 de esta publicación. Allí se explica cómo Galicia ha realizado un importante esfuerzo de diversificación en los últimos años, lo que ha permitido una contribución del sector exportador de bienes al extranjero en el PIB superior al del resto de regiones.

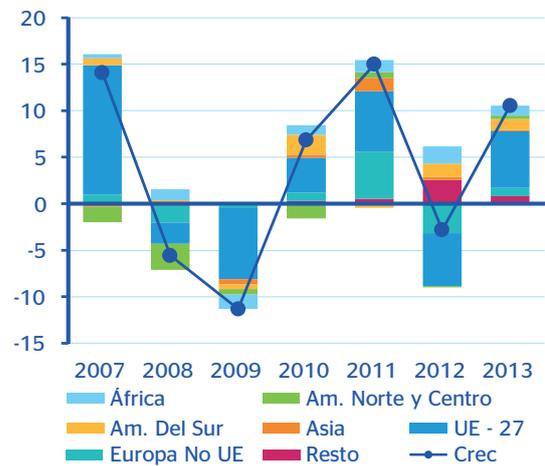
Según destinos geográficos, en el conjunto de 2013, la UE-27 contribuyó en un 57% al aumento de las ventas exteriores de bienes gallegos (véase el Gráfico 3.16), mientras que la segunda área en importancia fue América del Sur, con el 11% (principalmente Argentina, Brasil y Chile) y la tercera, África, con el 10% (Argelia y Marruecos).

Gráfico 3.15
Galicia y España: exportaciones de bienes reales (mar-08=100; %; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.16
Galicia: contribuciones al crecimiento de las exportaciones nominales por áreas geográficas (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Una de las mejores noticias para el sector de cara a 2014 es la recuperación de los principales socios comerciales gallegos, tras la caída de la demanda en 2012 por la recesión europea. Esta caída de la demanda, centrada en los países de la UE-27, afectó básicamente al automóvil (-21% a/a) y a los bienes de equipo (-22% a/a). En cambio, el resto de sectores lograron mantener un comportamiento dinámico, especialmente los bienes de consumo duradero y las manufacturas de consumo (+15% en ambos casos). **La última información disponible, correspondiente al mes de enero de 2014, permite anticipar que, en el primer trimestre del año, las exportaciones gallegas mantendrían su tendencia de crecimiento (véase el Gráfico 3.15)** lo que es consistente con la previsión de recuperación de los principales socios europeos.

15: Véase Situación Galicia de marzo 2013. Disponible en: <http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>

Por su parte, las importaciones de bienes experimentaron una contracción en términos nominales del -3,3% en 2013, que se transforman en un crecimiento del 4,1% en términos reales (véase el Gráfico 3.17) cuando se deflactan, (frente al +2,8% de España, tanto nominales como reales) lo que se explica porque, en 2013, los precios de las importaciones se contrajeron¹⁶ en todos los sectores, solamente con la excepción de los bienes de capital. Así, la caída nominal de las importaciones se produce en todos los sectores, salvo los referentes al consumo: automóvil, bienes de consumo duraderos y las manufacturas de consumo. Estos sectores, que conjuntamente pesan un 30,6% de las importaciones de bienes regionales¹⁷ del extranjero, fueron los únicos que mostraron un crecimiento en el conjunto del año.

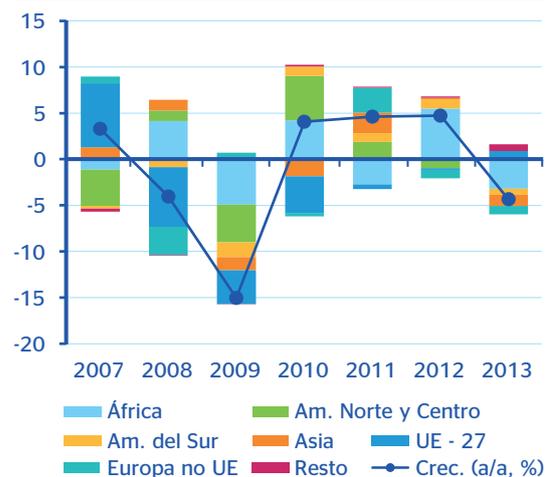
Según áreas geográficas, la caída de las importaciones en términos nominales se ha debido a la reducción de un 19% de las procedentes de África, y a la contribución negativa de Asia, que no se vieron compensadas por el crecimiento de las compras a la UE-27 y al resto del mundo (véase el Gráfico 3.18). La progresiva recuperación de la demanda interna regional y la continuidad en el dinamismo de las ventas al exterior deberían generar un incremento de las importaciones durante este 2014, retomando la senda de crecimiento rota en 2013, tras tres años de crecimiento.

Gráfico 3.17
Galicia y España: importaciones de bienes reales (mar-08=100; %; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.18
Galicia: contribuciones al crecimiento de las importaciones nominales por áreas geográficas (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

El turismo recuperó el ritmo en 2013 y volvió a contribuir positivamente al crecimiento

El sector turístico recuperó en 2013 parte del dinamismo perdido durante 2012, convirtiéndose -junto al crecimiento de las exportaciones- en el factor responsable de compensar una parte de la caída de la demanda interna. Así, la entrada de viajeros creció un 3,3% en Galicia en 2013 (España: 0,9%). Este comportamiento vino explicado tanto por el dinamismo de la entrada de extranjeros (+6,3%, 3 p.p. mayor que en España) como por la llegada de viajeros nacionales, que también se incrementaron en Galicia (+1,5%), mientras en el conjunto nacional siguieron reduciéndose (-1,4%). Con todo, el aumento de visitantes no se tradujo en la misma medida en un aumento de las pernoctaciones hoteleras, que se incrementaron solamente en un 1,0% (1,9% en España).

16: Datos de Índices de Valores Unitarios de importación por destino económico de los bienes procedentes del Instituto Galego de Estadística (IGE).

17: El peso de estos sectores en las importaciones de bienes del extranjero en 2013 es el siguiente. Automóvil (14,8%), manufacturas de consumo (14,7%) y bienes de consumo duradero (1,1%)

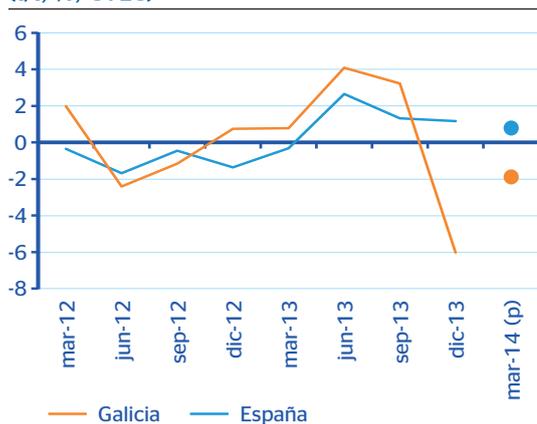
Sin embargo, la buena evolución del sector turístico no ha sido constante a lo largo del año. Los datos de entradas de viajeros en Galicia muestran que, tras iniciar 2013 con tres trimestres de crecimiento por encima del conjunto de España, éstas experimentaron un fuerte deterioro en el último trimestre del año¹⁸ (véase el Gráfico 3.19). Esta caída en el número de viajeros, aunque no ensombreció los buenos datos del sector durante el conjunto de 2013, viene justificada, al menos en parte, por las adversas condiciones meteorológicas registradas durante el trimestre¹⁹.

La evolución positiva durante el conjunto de 2013 se ha producido, además, sin un ajuste en precios superior al de la media española, e incluso, siendo éste inferior al de los potenciales competidores de la región (véase el Gráfico 3.20). Esto supone que el sector no ha necesitado de un ajuste en precios superior para poder tener un mejor comportamiento que el del conjunto de España.

Los últimos datos disponibles de entrada de viajeros correspondientes al mes de enero de 2014, apuntan a que el ritmo de deterioro visto en el cuarto trimestre de 2013 podría reducirse considerablemente durante el primer trimestre de 2014. Por tanto, las perspectivas de progresiva recuperación de la demanda nacional transformarían la contracción del número de visitantes del último trimestre del año anterior en una cuestión puramente coyuntural.

Gráfico 3.19

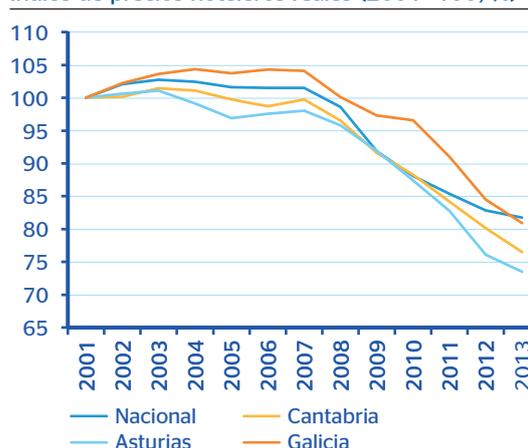
Galicia y España: entrada de viajeros totales (t/t; %; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.20

Índice de precios hoteleros reales (2001=100; %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Continúa la mejora en el mercado laboral aunque a un ritmo más lento que en España

En línea con lo acontecido con los indicadores de actividad, tras un año 2012 muy negativo para la región en términos de empleo, el mercado laboral gallego corrigió progresivamente el ritmo de deterioro durante 2013. Así, el número de afiliados a la Seguridad Social cerró el año con una caída promedio del 2,5%, igual a la del conjunto de España y 1,4pp inferior a la de 2012²⁰. Por su parte, el número de desempleados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) también siguió esta tendencia de menor deterioro, y aunque creció un 2,0% en el conjunto de 2013, lo hizo 6 décimas menos que en el conjunto de España y 10pp menos que en el promedio del año anterior. Por último, la Encuesta de Población Activa (EPA) reflejó un nuevo aumento de la tasa de paro durante 2013, hasta el 22,0% (+1,4pp que el año anterior, el menor incremento desde el inicio de la crisis y 4,6pp menos que la media nacional en el promedio de 2013).

18: De manera análoga, esta caída del cuarto trimestre, también se ve en la evolución de las pernoctaciones, tras registrar los primeros tres trimestres del año en positivo.

19: Los datos de la Agencia Estatal de Meteorología registran un mes de octubre con un índice de pluviosidad superior a los valores que históricamente normales y unos meses de noviembre y diciembre lluviosos (particularmente noviembre, superior a la media histórica) y fríos.

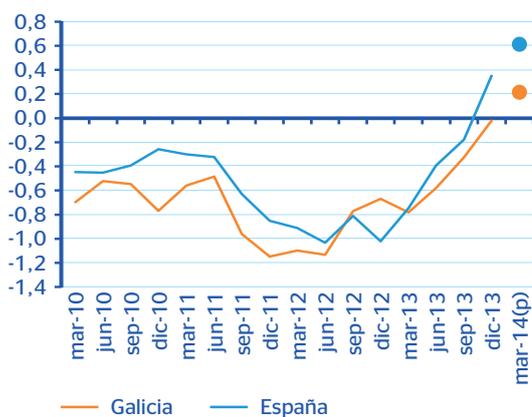
20: Datos de afiliación una vez excluidos los cuidadores no profesionales (CNP) de las series correspondientes.

La mejora en la tasa de variación de la afiliación media a la Seguridad Social ha sido continua desde el inicio de 2013, lo que se reflejó en un estancamiento en el cuarto trimestre del año anterior (véase el Gráfico 3.21) después de 5 años de caídas. Los últimos datos disponibles (hasta febrero) indicarían que la tendencia de mejora continuaría en Galicia y que la afiliación a la Seguridad Social podría haber entrado en terreno de crecimiento durante el primer trimestre de 2014. A pesar de esto, se ha generado un diferencial negativo respecto al promedio de España que parece mantenerse en el primer trimestre del año. Este hecho alerta de que la recuperación esperada de la actividad, superior a la de la media de España según el escenario de BBVA Research, puede ser inferior en términos de empleo, lo que supondría la existencia de un crecimiento de la productividad por ocupado superior en la región.

Por otro lado, la evolución del paro registrado ha sido muy similar a la del promedio de España durante el conjunto de 2013, a excepción del primer trimestre del año, en el que el desempleo registrado volvió a repuntar. Desde entonces, la tendencia de descenso fue continuada (e idéntica a la del conjunto de España) y permitió ver caídas trimestrales en los registros de desempleo desde la segunda mitad del año, tanto en Galicia como en España. La última información disponible muestra que el ritmo de caída del paro registrado continuaría incrementándose en el primer trimestre del año, aunque este ritmo podría ser ligeramente inferior al del conjunto de España (véase el Gráfico 3.22), lo que estaría en línea con el menor ritmo de incremento de la afiliación en la región.

Gráfico 3.21

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



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 3.22

Galicia y España: paro registrado (t/t; %; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MINECO

Sin embargo, los datos de la evolución de la ocupación en Galicia según la EPA muestran una visión distinta de la señal lanzada por la afiliación media, puesto que indican que el empleo ha caído de forma intensa y continuada durante todo el año 2013. Así, el número de ocupados disminuyó en 2013 un 3,9%, 1 punto más que el conjunto de España, y se situó en el último trimestre de 2013 en 987mil personas, un 3,8% menos que el mismo trimestre del año anterior y un 0,8% menos que en el tercer trimestre. Lo anterior, a pesar de una contribución positiva por parte de los asalariados del sector público al empleo, que no ha impedido la caída de la ocupación en el conjunto de 2013. Entre los sectores que más contribuyeron negativamente destacaron los servicios privados (-1,6pp), la industria (-0,7pp) y la construcción (-0,6pp) (véase el Gráfico 3.23).

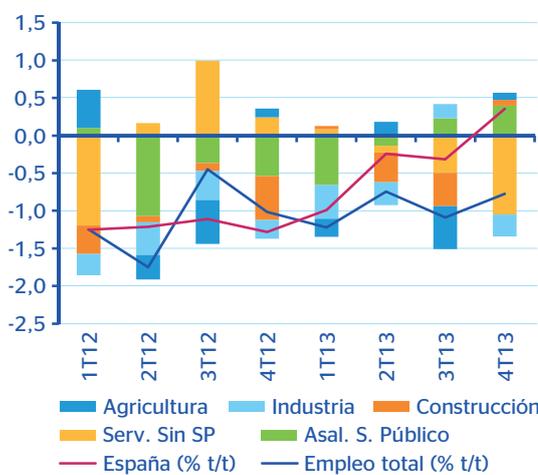
Así pues, a la vista de las distintas señales existentes sobre la evolución del mercado laboral regional, con la afiliación mostrando ya tasas positivas en el primer trimestre del año pero con la ocupación (EPA) cayendo un 0,8% t/t (CVEC) en el último trimestre de 2013²¹, dos

21: Ambas estadísticas son distintas y pueden dar señales contrapuestas, entre otras diferencias, la afiliación a la Seguridad Social es un registro de las personas inscritas en alta laboral contabilizada por el Ministerio de Trabajo mientras que la ocupación (EPA) es una encuesta realizada por el INE.

cuestiones resultan de interés: **¿es esta diferencia en las señales una situación novedosa o se ha producido en más ocasiones?** y, dada esta diferencia entre ambas señales, **¿cuál de las dos es más relevante a la hora de explicar la evolución de la actividad?**

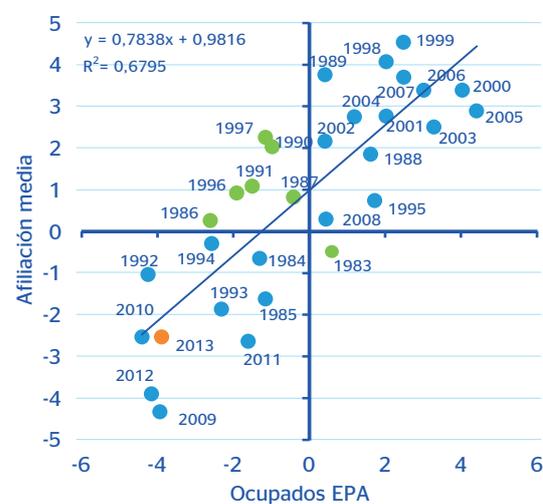
En relación a la primera pregunta, el Gráfico 3.24 presenta el crecimiento de la ocupación (EPA) y de la afiliación media a la Seguridad Social entre los años 1983 y 2013²². Los puntos resaltados corresponden a aquellos años en los que, habiendo crecido una variable, la otra variable lanzaba una señal de decrecimiento (y viceversa). Como se observa, **la situación actual no es nueva en la región, y ya se ha dado, al menos, en otros 7 años dentro del periodo considerado**. Si se repite este ejercicio para la economía española, esta situación también se ha producido, pero el número de años en los que esto ha sucedido se reduce casi a la mitad (4 años).

Gráfico 3.23
Galicia: contribuciones a la evolución de los ocupados (EPA) por sectores (pp.; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.24
Galicia: evolución anual de la afiliación media a la Seguridad Social y de los ocupados (EPA)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e INE

En relación a la segunda pregunta, los gráficos siguientes presentan la relación entre el crecimiento anual del PIB entre 1983 y 2013 y el de la afiliación media (véase el Gráfico 3.25), por un lado, y con el crecimiento de la ocupación de la EPA (véase el Gráfico 3.26), por otro, tanto en España como en Galicia. Los resultados del análisis gráfico muestran que, **tanto en Galicia como para el conjunto de España, la afiliación a la Seguridad Social presenta no sólo una mayor correlación lineal-contemporánea con el PIB que la ocupación (EPA), sino también una menor varianza²³**. El ajuste entre la afiliación y el PIB es mayor en España que en Galicia, como era de esperar por una cuestión de escala.

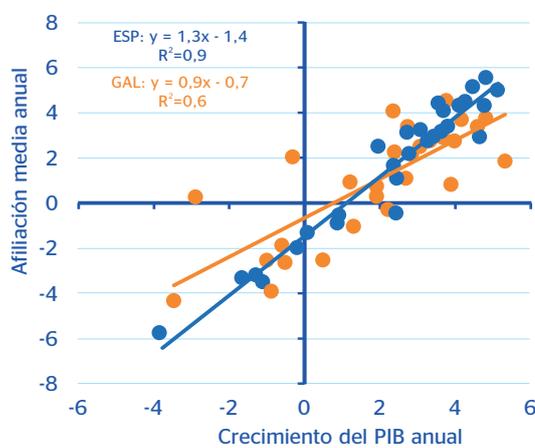
Por otro lado, la pendiente más reducida en Galicia en las rectas de ajuste refleja que podría haber indicios de la existencia de una menor elasticidad contemporánea del empleo al PIB en esta región que en el conjunto de España, tanto si se mide en términos de afiliación media como de ocupación (EPA). Esto significaría que, para una variación dada del PIB, Galicia crea menos empleo que el conjunto nacional. E inversamente, aumentos en la afiliación media a la Seguridad Social son un claro síntoma de que la actividad regional está creciendo, en línea con lo mostrado por otros indicadores, y confirmando los pasos iniciales del escenario planteado por BBVA Research.

22: Por problemas de disponibilidad, los datos de afiliación a la Seguridad Social corresponden a la afiliación media desde 2001 y hacia atrás se reconstruyen con la afiliación fin de periodo.

23: Si se eliminan los dos atípicos de la muestra (correspondientes a los años 1986 y 1990) el coeficiente de determinación lineal sube hasta el 0,77 en Galicia y se mantiene en España.

Gráfico 3.25

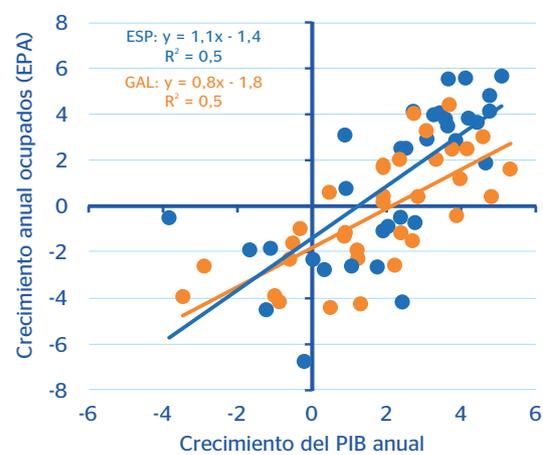
Galicia y España: crecimiento anual del PIB y de la afiliación media (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.26

Galicia y España: crecimiento anual del PIB y de la ocupación (EPA) (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e INE

Escenario 2014-2015

Vuelve el crecimiento sostenido, aunque se mantienen algunos retos pendientes

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **en el primer semestre de 2013 se produjo un cambio de tendencia en la evolución de la actividad gallega**. Sin embargo, esta evolución cada vez más positiva, confirmada tanto por la Encuesta BBVA de Actividad Económica como por el MICA-BBVA, no fue suficientemente dinámica para evitar una nueva caída del PIB en 2013 que podría haberse situado en torno al -1,0%, dos décimas menos que el conjunto de España (-1,2%). Hacia delante, la región mantendrá el dinamismo y se espera un crecimiento de la actividad en torno al 1,5% en 2014 y al 2,6% en 2015, seis y siete décimas superiores a los esperados para la economía española, respectivamente (véase el Gráfico 3.27).

Detrás de dicha previsión se encuentran varios motivos:

En primer lugar, los datos más recientes confirman **el inicio del ciclo expansivo en la economía gallega**. En particular, la tendencia de mejora en los registros de afiliación a la Seguridad Social y el fuerte crecimiento de las exportaciones de bienes apuntan a un mantenimiento del dinamismo de la actividad en el primer trimestre de 2014.

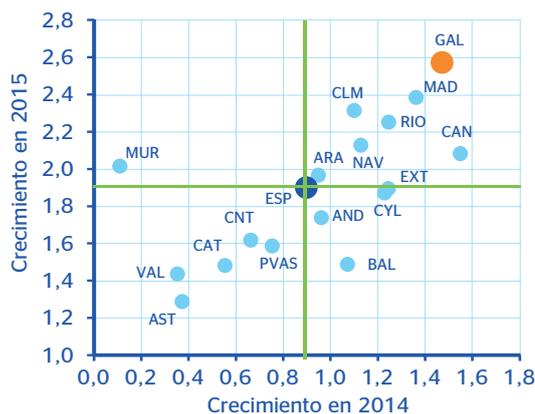
Además, otros factores apoyan el dinamismo de la región en 2014: como se ha comentado en anteriores publicaciones, **los desequilibrios acumulados en el periodo de expansión previo a la crisis y durante ésta continúan definiendo las posibilidades de crecimiento de las regiones**. En este sentido, Galicia partía de una situación intermedia en términos de desequilibrios antes de la crisis, y el avance en la corrección desde entonces ha sido positivo, permitiendo a la región una mejora relativa (véase el Gráfico 3.28). Esto supone que las posibilidades de crecimiento de Galicia se ven menos condicionadas por los desequilibrios que las del resto de regiones, lo que permite que la comunidad afronte el futuro en una situación de moderado optimismo.

Un ejemplo de lo anterior es el avance en el proceso de consolidación de las cuentas públicas regionales. En particular, **a falta de conocer los datos de cierre del año, se espera que Galicia no sólo cumpla con el objetivo de déficit de 2013 sino que lo haga con cierta holgura, lo que permitiría a la región contar con un margen de actuación adicional de cara a 2014**. Esto supondría una clara ventaja frente a otras comunidades autónomas, en las que el incumplimiento reiterado del déficit ha pospuesto los necesarios ajustes para lograr la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Otro ejemplo es el de la construcción residencial, donde la relativamente menor proporción de viviendas nuevas sin vender indica que el recorrido del ajuste por el lado de la oferta ya es muy limitado, por lo que se espera que el sector deje de contribuir negativamente al crecimiento. Sin embargo, a diferencia de lo que sucede en otras comunidades más orientadas al turismo exterior, las ventas del sector no podrán apoyarse en los agentes no residentes. La demanda residencial, por tanto, dependerá directamente de las condiciones que afectan a la capacidad de compra de los hogares gallegos, especialmente de la demanda expectante: i) la recuperación del crecimiento económico y del empleo, particularmente de la contratación indefinida y el cambio de expectativas de los agentes; ii) la estabilidad de las condiciones financieras y el retorno del crédito; y iii) el convencimiento general de que ya se ha producido la mayor parte de la corrección en precios.

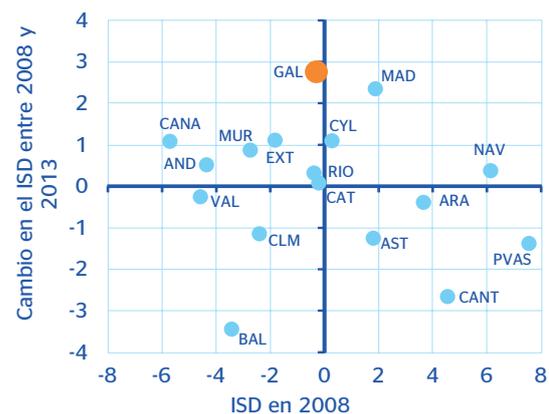
De cara a 2015, ventajas comparativas como una menor tasa de paro estructural y un nivel de apalancamiento relativo menor que la media de España podrían facilitar una mayor recuperación de la demanda interna regional. Además, la fortaleza del sector exportador gallego previsiblemente continuará, mientras que la recuperación de la demanda nacional favorecerá el mejor comportamiento del turismo.

Gráfico 3.27
Crecimiento del PIB por CC. AA. (%; a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.28
Indicador Sintético de Desequilibrios (ISD) de las CC. AA.



Fuente: BBVA Research

Retos de medio plazo

Como se citaba en la sección del mercado laboral, la existencia de un diferencial de crecimiento de la afiliación con el conjunto de España, junto a los indicios de una menor elasticidad del empleo al PIB en la región, plantean algunas incertidumbres sobre el crecimiento de Galicia. En concreto, **Galicia podría experimentar una recuperación de la actividad mayor que la del conjunto de España, con una menor creación de empleo y, por lo tanto, con un mayor aumento de la productividad.**

En este sentido, el Gráfico 3.29 refleja que este ha sido el caso de la economía gallega en el momento de retomar la senda de crecimiento tras una recesión: **en las tres últimas crisis²⁴, la recuperación de la economía gallega se ha basado en incrementos de productividad, en detrimento de la recuperación del empleo.** De hecho, si se consideran únicamente los últimos dos periodos de salida de recesión, el crecimiento se ha producido con una contribución negativa del empleo. Además, este efecto de la productividad ha sido diferencialmente más importante que en el conjunto de España.

24: En el gráfico se presenta la contribución de la productividad y del empleo al crecimiento del PIB en los años inmediatamente posteriores a una recesión. El último periodo se presenta sólo hasta el año 1999 a pesar de que la siguiente recesión llegó en el 2008 para tratar de aislar el análisis de la recesión de 1993 de la fase de fuerte expansión iniciada en el año 2000.

Para tratar de explicar qué se encuentra detrás de este proceso se emplea una descomposición del crecimiento del PIB per cápita gallego en sus determinantes:

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

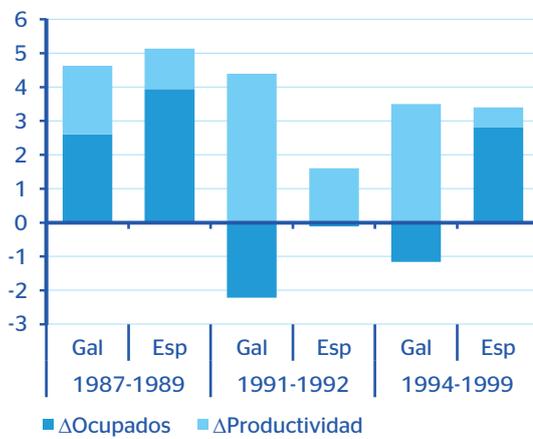
El primer componente de la identidad es la productividad (PIB por ocupado); el segundo es una medida de la situación del mercado laboral, la tasa de ocupación (ocupados entre personas activas); el tercero es la tasa de participación en el mercado laboral (porcentaje de activos entre la población disponible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

El Gráfico 3.30 presenta los resultados de esta descomposición en relación al conjunto de España. La principal conclusión es que, **después de un largo período de estancamiento relativo, el PIB pc de Galicia ha convergido a la media española de forma prácticamente ininterrumpida desde el año 2000**. Detrás de este proceso de convergencia es necesario destacar varios factores: en primer lugar, el componente demográfico contribuye negativamente al PIB pc en el periodo considerado. En segundo lugar, la tasa de actividad ha mostrado también un comportamiento negativo en la región, especialmente en el periodo de recuperación tras la crisis de 1993. Desde entonces, la tasa de actividad recuperó parte de la relevancia perdida y se ha mantenido relativamente estable en el entorno del 95% de la media española. Esta menor relevancia de la tasa de actividad en la región viene explicada por la menor participación tanto de la mujer como del hombre en el trabajo, ambos con promedios 2,3 pp y 5,8 pp inferiores a los del conjunto de España en el periodo 2000-2013. En tercer lugar, la tasa de empleo, que venía perdiendo importancia relativa de manera continuada hasta el año 2004, inició un proceso de recuperación hasta el 106% de la media española, en el que, a diferencia de lo que sucedía en crisis anteriores, se ha mantenido hasta la fecha. Esto significa que la contribución de la tasa de ocupación al crecimiento del PIB per cápita ha evolucionado igual que en el conjunto de España, siendo por tanto insuficiente para compensar el mal comportamiento de la tasa de actividad. Por último, y más relevante para la cuestión planteada, el proceso de convergencia ha estado basado en un incremento continuado de la productividad que ha más que compensado la caída del componente demográfico y de la tasa de actividad, soportando enteramente el proceso de convergencia en PIB pc.

Además, **este proceso de crecimiento de la productividad no es algo novedoso, puesto que la economía gallega ha experimentado un crecimiento de la productividad prácticamente ininterrumpido desde el año 1990**. En esta evolución, destacan dos periodos diferenciados. En primer lugar, entre 1990 y el año 2000, el crecimiento de la productividad ha compensado la evolución desfavorable de otros componentes como el demográfico y el de participación en el mercado laboral, lo que ha permitido que el PIB pc regional evolucionara igual que el del conjunto de España, manteniéndose en términos relativos en el entorno del 79%. En segundo lugar, entre el año 2000 y el año 2013, el crecimiento de la productividad ha más que compensado la caída del componente demográfico lo que, unido a una evolución relativamente estable del resto de componentes ha permitido una convergencia en PIB pc al conjunto de España, pasando desde el 77% hasta el 92% de la media nacional.

Gráfico 3.29

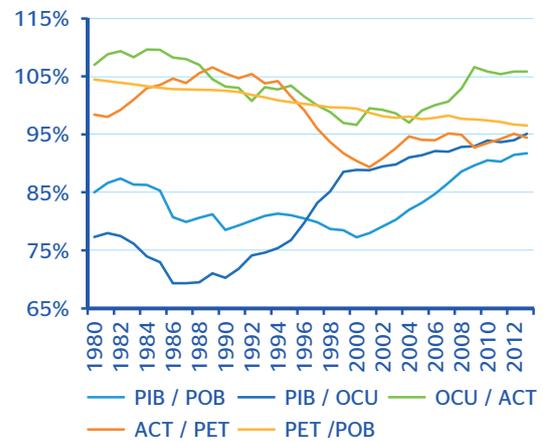
Galicia: descomposición del PIB
(España=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.30

Galicia: descomposición del PIB per cápita
(España=100)

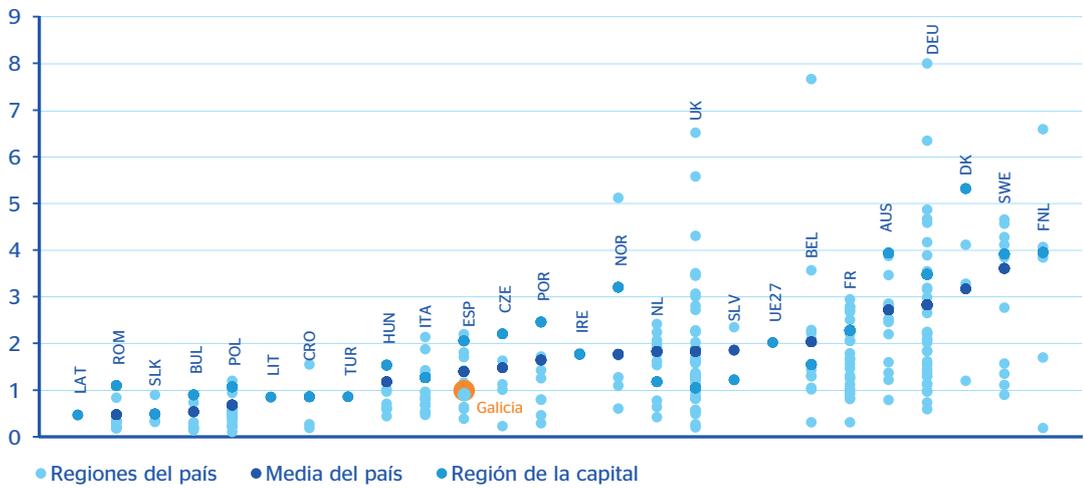


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Sin embargo, **este exitoso proceso de convergencia con la media española durante los últimos 13 años que ha experimentado la región, y que ha estado basado en incrementos de la productividad, aun siendo muy positivo, no es suficiente para resolver completamente la problemática actual.** Así, frente al crecimiento de la productividad aparecen varios retos hacia delante que la economía regional debe afrontar para garantizar el crecimiento futuro. Estos retos son, fundamentalmente, los siguientes: en primer lugar, cómo sostener el crecimiento de la productividad sin el soporte de los fondos estructurales de la UE. En segundo lugar, cómo revertir la tendencia negativa del componente demográfico. En tercer lugar, qué hacer para que la tasa de participación converja a la media de España. Por último, cómo mantener o, incluso incrementar, la posición relativa en términos de tasa de ocupación.

Para ello, **la región necesita redoblar los esfuerzos en dos sentidos para garantizar un crecimiento sólido, estable y recurrente en el futuro: en primer lugar, es forzoso realizar los esfuerzos necesarios en términos de I+D que permitan a la región seguir incrementando sus ganancias de productividad para continuar con el proceso de convergencia con el conjunto de España.** Esta necesidad se manifiesta más claramente, si cabe, cuando se pone a la región en contexto frente al conjunto de Europa (véase el Gráfico 3.31), donde se observa que el camino por recorrer para conseguir una convergencia a las regiones más desarrolladas es largo todavía.

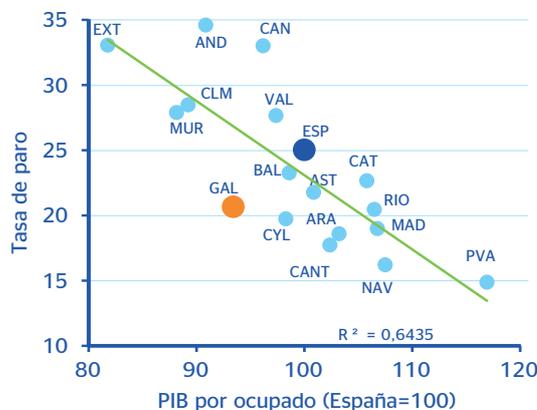
Gráfico 3.31
Inversión en I+D sobre PIB por regiones europeas en 2009 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

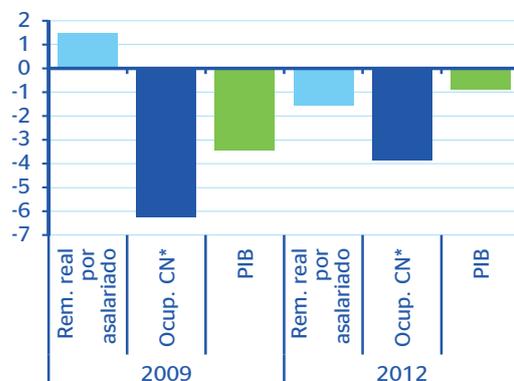
En segundo lugar, resulta imperioso redoblar los esfuerzos en políticas demográficas y políticas activas de empleo que permitan incrementar la participación del resto de factores en el crecimiento del PIB pc regional. En este sentido, cuando se analiza la relación entre desempleo y productividad, la evidencia regional en España es concluyente: las CC. AA. con mayor productividad del trabajo (30% por debajo de las más productivas) son aquellas con menores niveles de desempleo (15% frente al 35%). De hecho, las diferencias en productividad explican un 80% de las diferencias regionales en las tasas de paro en 2012 (véase el Gráfico 3.32). Si el problema fuera sólo de demanda agregada, las regiones más productivas necesitarían menos empleo para satisfacerla. Sin embargo, la correlación negativa entre productividad y desempleo indica que el problema también es de oferta agregada: la distancia de los salarios reales respecto a los niveles que eliminarían el problema del paro es mayor en las regiones menos productivas. Algo se ha avanzado durante los últimos años, con un comportamiento de los salarios reales que ha permitido una menor destrucción de empleo en la segunda parte de la crisis (véase el Gráfico 3.33) pero con todo, continúan siendo necesarias reformas que incentiven la contratación fija y que mejoren la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo.

Gráfico 3.32
PIB por ocupado y tasa de paro (2012)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.33
Galicia: salarios reales, empleo y PIB (variación porcentual acumulada; CVEC; %)

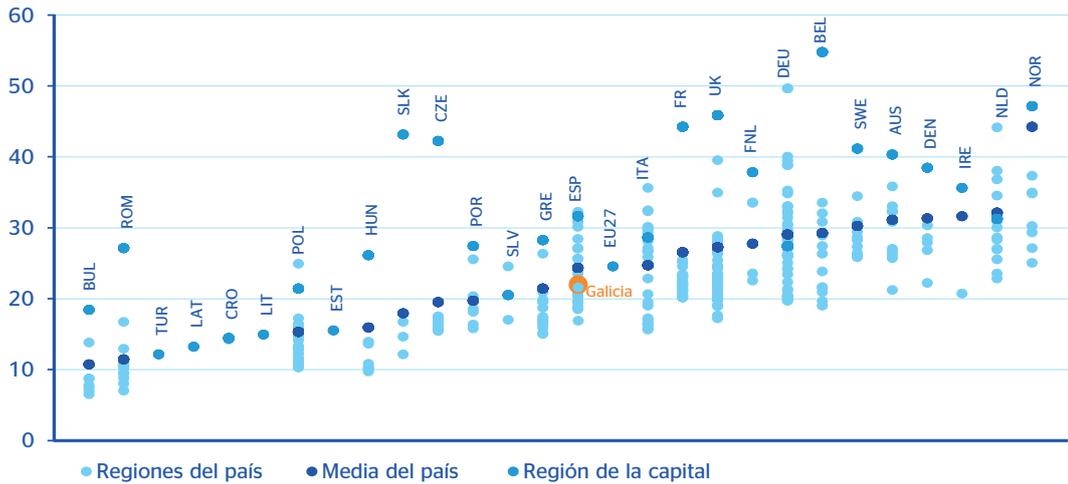


* CN= Contabilidad Nacional.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

De todos estos esfuerzos dependerá el crecimiento potencial gallego en el futuro y la continuidad en el proceso de convergencia, no sólo con el resto de España, sino con el conjunto de regiones europeas. Este objetivo, aunque todavía lejano (véase el Gráfico 3.34), es el que debe guiar los esfuerzos de la región. Para ello, Galicia debe afrontar con la máxima celeridad la implementación de las políticas y reformas que ayuden a lograrlo lo antes posible.

Gráfico 3.34

PIB per cápita en PPA en 2010 (miles de euros)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Cuadro 3.1

Crecimiento del PIB (%)

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

(e): estimación.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional²⁵

El peso de las exportaciones de bienes²⁶ sobre el PIB ha aumentado de manera significativa, aunque heterogénea, en la mayoría de las CC. AA. desde 2009 hasta alcanzar el 20% en promedio (véase el Gráfico R.1.1). Los esfuerzos en la reducción de costes laborales, las mejoras en la productividad y la estrategia de diversificación de las exportaciones españolas hacia mercados emergentes se han configurado como los pilares del crecimiento del sector²⁷, convirtiéndolo en el principal elemento dinamizador de la actividad económica²⁸.

Gráfico R.1.1
Evolución del peso de las exportaciones de bienes sobre el PIB de las CC. AA.²⁹



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

El presente recuadro resume los resultados de BBVA Research (2014) tanto para el caso de España como, de forma más detallada, para Galicia. El principal objetivo de dicha publicación es establecer cuánto del crecimiento de las exportaciones se debe a la diversificación del sector exterior y cuánto ha contribuido este proceso a la mejora del PIB per cápita (PIB pc) tanto en el período anterior como posterior a la crisis. Los **principales resultados** para el conjunto de España que se desprenden del análisis se pueden resumir en los siguientes puntos:

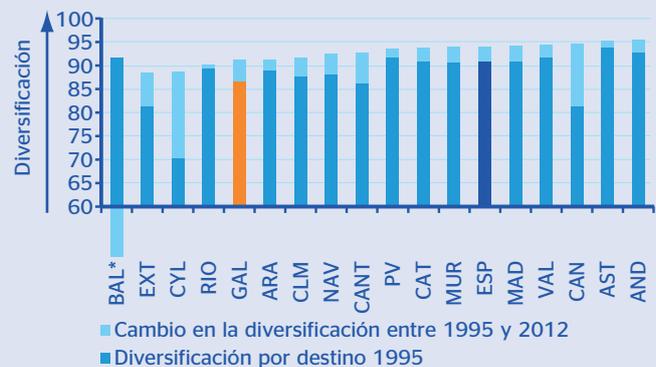
1. Las CC. AA. han llevado a cabo un proceso de diversificación de las exportaciones que se ha visto acentuado en los últimos 4 años, y que explica un 75% de su crecimiento desde 2009.
2. El aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,2 puntos porcentuales (pp) anualmente al crecimiento del PIB pc durante la

crisis. Ello implica que, **de no haberse producido el proceso diversificador, la caída del PIB pc habría sido un 28% mayor en el conjunto del periodo recesivo.**

El caso de Galicia

El sector exterior gallego ha experimentado uno de los procesos de diversificación más significativos desde 1995. Como se muestra en los Gráficos R.1.2 y R.1.3, **los avances en la transformación del sector exterior gallego han sido notables, aumentado tanto la diversidad de productos, como, sobre todo, el número de países a los cuales se exporta.**

Gráfico R.1.2
Diversificación por destino de las CC. AA. (1995-2012)**



* La diversificación en Baleares se reduce en 8pb.

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

Respecto a la mayor diversificación de las exportaciones por producto, como se puede apreciar en el Gráfico R.1.4, Galicia ha aumentado el peso de las manufacturas de consumo en sus ventas al exterior (del 5% al 24,3% entre 1995 y 2013) en detrimento del peso de los sectores automovilístico, alimentario y de semimanufacturas (cuya participación en el total de las exportaciones ha pasado entre 1995 y 2013 del 32%, 18% y 17% al 22%, 13% y 12% respectivamente).

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

26: Las restricciones de datos de exportaciones de servicios a nivel regional implican que el análisis se limite a exportaciones de bienes.

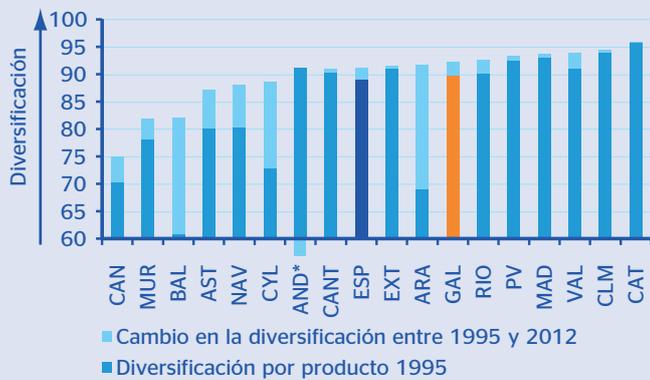
27: Véase IMF (2013) Country Report No. 13/232 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13232.pdf>

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

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

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

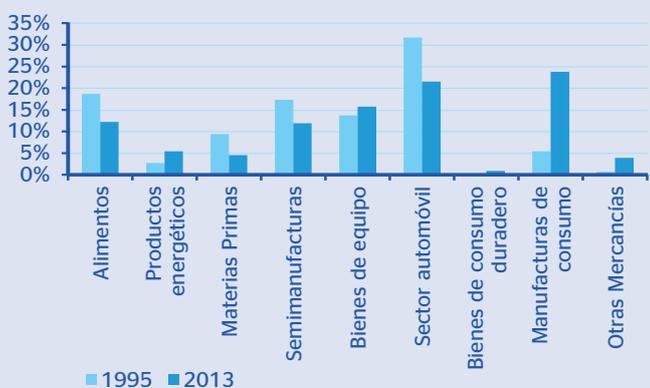
Gráfico R.1.3
Diversificación por producto de las CC. AA. (1995-2012)**



* La diversificación en Andalucía se reduce en 0,8pb.
** La diversificación se mide a través de la siguiente expresión: $(100-IH)$, siendo IH el Índice de Herfindhal en base 100. Por lo que un aumento de la variable diversificación muestra un incremento de la diversificación de las exportaciones.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por otro lado, la diversificación por destino también ha mejorado significativamente durante los últimos años como se aprecia en el Gráfico R.1.5. En particular, la relevancia de las exportaciones a los países europeos ha disminuido desde más de un 87% del total en 1995, hasta un 73,4% en 2013, y todo ello a pesar de que las ventas a estos países han experimentado un crecimiento del 18% durante la crisis (con Portugal, Francia e Italia como sus principales destinos). Por el contrario, las exportaciones destinadas a África han multiplicado por cuatro su peso en el total de la región desde 1995, situándose en un 9,1% en 2013 (destacando Argelia, Marruecos y Túnez como sus socios más relevantes).

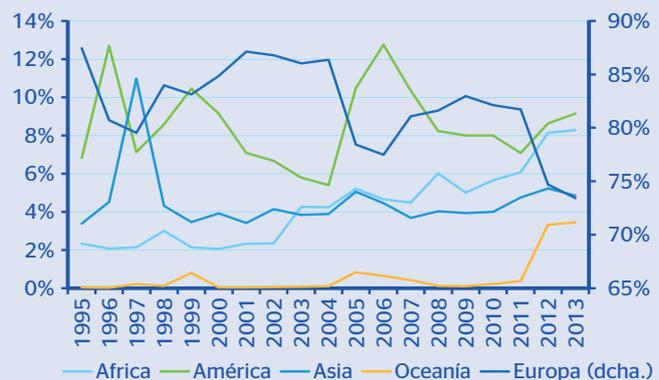
Gráfico R.1.4
Distribución de las exportaciones de Galicia por sectores económicos



(*) En 2013 solo hay datos disponibles hasta noviembre.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

De hecho, Galicia ha sido la región de España que más se benefició del proceso de diversificación de destinos de exportación entre 1995 y 2012³⁰, ya que a partir de una relativamente elevada concentración inicial se ha acercado rápidamente hacia la media de las CC. AA. (véase Gráfico R.1.2).

Gráfico R.1.5
Distribución de las exportaciones de bienes gallegos por áreas geográficas



(*) En 2013 solo hay datos disponibles hasta noviembre.
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

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

1. Sólo la diversificación de las exportaciones gallegas (tanto por destino como por producto) explicaría un crecimiento de las mismas del 16% desde el inicio de la crisis (véase el Gráfico R.1.6). En la realidad, el aumento de las exportaciones ha sido sólo del 2,6% desde 2009, por lo que otros factores habrían contribuido negativamente durante el período de estudio.
2. El aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,17 puntos porcentuales (pp) anualmente al crecimiento del PIB pc durante la crisis. Ello implica que, de no haberse producido el proceso diversificador, la caída del PIB pc habría sido dos veces mayor en el conjunto del periodo recesivo.

30: El periodo muestral del modelo analizado solo incluye observaciones hasta 2012 por no disponer de datos definitivos para el 2013.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico R.1.6
Contribuciones al crecimiento de las exportaciones en promedio anual (2009-2012)



Fuente: BBVA Research

En síntesis, la capacidad de las empresas de la región para orientar sus productos hacia mercados más dinámicos ha tenido un efecto positivo sobre la economía gallega. Todo ello ha contribuido a que -a diferencia de otros componentes de la demanda- las exportaciones hayan tenido un comportamiento diferencial, especialmente durante la crisis, en la que han amortiguado significativamente la caída del PIB pc. La posición relativamente más concentrada de Galicia deja aún un margen de ganancias en el sector exportador, sobre todo en la diversificación por destino donde, a pesar de los esfuerzos realizados, la región se sigue situando por debajo de la media de CC. AA.

Recuadro 2: Análisis de la situación económica de Galicia a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Cuarto trimestre del 2013³¹

Con la finalidad de complementar el análisis de la situación económica en Galicia, BBVA Research puso en funcionamiento en esta región la Encuesta de Actividad Económica (EAE) en septiembre de 2011, con periodicidad trimestral. La EAE está dirigida al personal de la red de oficinas de BBVA en Galicia y en ella se les pregunta por la evolución de las principales variables de actividad en el ámbito de influencia geográfico de su oficina. Esta encuesta, que ya se realiza en todas las comunidades autónomas, es una herramienta importante de análisis temprano de las economías regionales y locales.

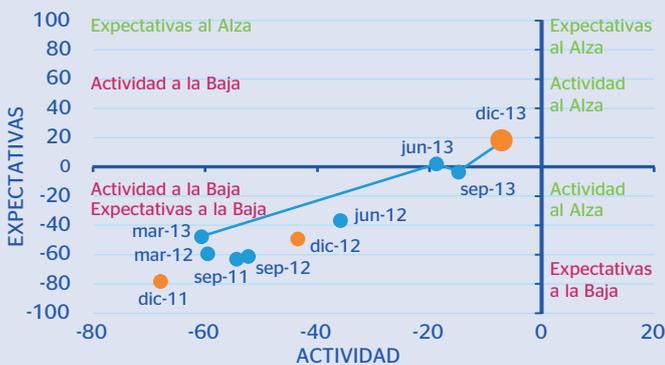
Percepción de estabilidad y expectativas de mejora

Según los encuestados, la actividad económica permaneció estable durante el cuarto trimestre de 2013 respecto al trimestre anterior. Así lo reflejan las respuestas vinculadas con la actividad en el trimestre, tanto el saldo de respuestas extremas (-7 p.p.) como, sobre todo, el elevado número de encuestados que opina que la actividad se mantuvo estable en el trimestre: el 69%. En cualquier caso, los resultados son algo más positivos que en el trimestre anterior (saldo de respuestas: -14 pp) lo que también es indicativo del proceso de lenta pero progresiva mejoría que experimenta la economía regional. Estos resultados confirman las perspectivas reflejadas por los usuarios en el trimestre anterior, cuando veían una estabilización de la economía para el cuarto trimestre de 2013.

Por su parte, las perspectivas económicas para 1T14 son positivas por primera vez en la serie (saldo: +18 pp). Aunque el 62% de los encuestados todavía piensa que la actividad podría permanecer estable en este trimestre, la tendencia es claramente positiva y el saldo ha mejorado 22 pp en relación al trimestre anterior (véase el Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1

Galicia: Encuestas de Actividad Económica y Expectativas para el próximo trimestre



Fuente: BBVA Research

Las exportaciones continúan liderando la recuperación en Galicia

Analizando las respuestas por componentes, las exportaciones continúan siendo la variable sobre la que los encuestados tienen una opinión más favorable (saldo de respuestas: +26 pp). Lo anterior estaría en línea con lo mostrado por los indicadores de actividad analizados en la Sección 3 de esta publicación. También fue especialmente notable la mejora relativa de las ventas (+24 pp) para situarse en un saldo de respuestas dentro de la estabilidad (saldo: +3 pp), en línea con el conjunto de la actividad.

En el lado negativo, tan sólo se reflejan empeoramientos marginales en algunos indicadores. En términos turísticos, el deterioro percibido puede estar relacionado, al menos en parte, con las dificultades climatológicas experimentadas por la región en el último trimestre de 2013. En todo caso, el sector ha terminado el año con un resultado ligeramente negativo (saldo de respuestas: -7 pp) aunque no diferencialmente distinto de una situación de estabilidad, tras varios trimestres con una evolución muy positiva. Por su parte, los indicadores relacionados con la construcción son los que presentan una mayor negatividad, tanto en inversión como en empleo (saldo de respuestas: -41 pp y -53pp, respectivamente).

Con esta oleada se cierra un año 2013 que ha supuesto un cambio de tendencia tanto en la economía española como en la gallega. La actividad muestra un repunte (saldo: +37 pp vs 4T12) que es incluso mayor en términos de perspectivas (+67 pp vs 4T12). Además, esta mejora se observa en todos los indicadores de la encuesta. Entre ellos, destaca la evolución de los relacionados con las ventas (+63 pp) y la cartera de pedidos (+58 pp), así como, dentro del empleo, con el industrial (+43 pp) y en servicios (+38 pp), todos en relación a la situación de comienzo de año.

En resumen, los resultados de la Encuesta de Actividad Económica en el cuarto trimestre de 2013 en Galicia muestran una mejora progresiva que previsiblemente continuará a lo largo de 2014. Esta evolución está siendo más intensa en los indicadores relacionados con las exportaciones, pero irá ganando consistencia en el resto a medida que se vaya produciendo la progresiva recuperación de la demanda interna, lo que define el escenario de BBVA Research para la economía regional.

31: Se agradece la participación en las encuestas de todas las personas que conforman BBVA en la Dirección Territorial Noroeste.

El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Cuadro R.2.1

Cuadro Resumen de la Actividad Económica en Galicia

Galicia (% de respuestas)	4º Trimestre 2013			3º Trimestre 2013			4º Trimestre 2012		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	12	69	19	7	71	22	6	45	49
Perspectiva para el próximo trimestre	28	62	10	19	59	22	3	44	53
Producción industrial	11	64	25	8	77	15	1	47	51
Cartera de pedidos	15	64	21	9	68	22	1	36	64
Nivel de estocs	3	81	16	4	78	18	0	55	45
Inversión en el sector primario	14	57	29	3	68	29	1	47	52
Inversión industrial	5	62	33	7	62	32	0	47	53
Inversión en servicios	14	64	22	13	61	26	5	48	47
Nueva construcción	6	48	47	1	44	54	4	28	67
Empleo industrial	8	57	35	4	54	42	0	30	70
Empleo en servicios	18	56	26	20	55	24	6	43	51
Empleo en construcción	0	47	53	0	47	53	2	24	74
Precios	28	63	9	24	68	8	25	60	15
Ventas	27	50	24	9	61	30	2	36	62
Turismo	20	53	27	46	44	10	3	51	46
Exportaciones	34	54	12	35	59	6	27	49	24

Fuente: BBVA Research

4. La financiación autonómica: datos para una negociación complicada

Angel de la Fuente - Instituto de Análisis Económico (CSIC)³²

1. Introducción

Tras un cierto tira y afloja, el Gobierno ha anunciado que en pocos meses se iniciará el proceso de análisis y negociación que deberá culminar con la reforma del sistema de financiación regional. Trabajando con datos homogeneizados de financiación autonómica,³³ en la presente nota se destacan algunos aspectos de la evolución reciente del sistema y de su situación actual que pueden ayudar a entender el punto de partida de este proceso y las reivindicaciones de las distintas comunidades.

2. Construcción de datos homogéneos de financiación

Los datos que se utilizan en esta nota son indicadores homogeneizados de la capacidad fiscal bruta y de la financiación por habitante ajustado de las comunidades autónomas de régimen común. Como parte del cálculo de ambas magnitudes, en de la Fuente (2013) se introducen algunos ajustes a las cifras oficiales contenidas en las liquidaciones del sistema de financiación regional que intentan mejorar la medición de algunas variables de interés y hacer que los datos de las distintas regiones sean más comparables entre sí.

La capacidad fiscal bruta de una región mide los ingresos por tributos cedidos que le habrían correspondido en primera instancia a la misma dado el reparto de recursos fiscales entre las distintas administraciones fijado por el modelo de financiación vigente en cada momento, calculados a igual esfuerzo fiscal, esto es con una normativa tributaria uniforme en todas las regiones. El indicador de capacidad fiscal bruta que aquí se utiliza difiere del oficial por dos razones. La primera es que en él se incluyen los recursos adicionales que Canarias obtiene fuera del sistema ordinario de financiación regional gracias al peculiar Régimen Económico y Fiscal del que disfruta (los llamados Recursos REF)³⁴. La segunda es que en su construcción se introducen ciertas correcciones a la recaudación normativa o teórica que ofrece el sistema para ciertos impuestos (los llamados tributos cedidos tradicionales) con el fin de mejorar la estimación de los ingresos que se habrían obtenido con una escala de gravamen única para todo el país.

Para pasar de la capacidad fiscal bruta a la financiación regional, han de tenerse en cuenta las transferencias horizontales y verticales que establece el sistema entre las administraciones autonómicas y la administración central a través de los Fondos de Suficiencia, Cooperación y Competitividad. Puesto que no todas las comunidades autónomas tienen las mismas competencias, del agregado de financiación total así obtenido hay que descontar las transferencias destinadas a financiar ciertos servicios (como las instituciones penitenciarias, la policía o la administración de justicia) cuya gestión sólo ha sido asumida hasta el momento por determinadas comunidades autónomas. Se llega así a un agregado de *financiación a competencias homogéneas* e igual esfuerzo fiscal que permite comparaciones válidas entre regiones³⁵. En el cálculo de esta magnitud también se introduce una corrección a las cifras oficiales que sirve para deshacer

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

33: Los datos están tomados de de la Fuente (2013). Este trabajo, y la base de datos que en él se construye, están disponibles en http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1332_tcm346-411708.pdf?ts=20112013.

34: En Canarias no se aplican buena parte de los tributos indirectos estatales (el IVA y algunos impuestos especiales). En contrapartida, existen figuras tributarias propias de las islas (el Impuesto General Indirecto Canario o IGIC, los arbitrios insulares y los impuestos canarios sobre combustibles y de matriculación) que gravan las mismas bases a tipos más reducidos y cuyos rendimientos se reparten entre la administración autonómica y las corporaciones locales de las islas. A efectos del sistema de financiación, los rendimientos de estos tributos que corresponden a la comunidad autónoma no se deducen de sus necesidades de gasto para calcular el Fondo de Suficiencia. De hecho, hasta 2008, los recursos REF se mantenían completamente al margen del sistema ordinario de financiación. Esto ha cambiado con la actual ley de financiación regional, pero sólo a efectos del reparto del Fondo de Competitividad.

35: Obsérvese que en este agregado no se incluyen los recursos complementarios que proporcionan el Fondo de Compensación Interterritorial y los Fondos Estructurales europeos para promover el desarrollo de las regiones más atrasadas, ni las aportaciones extraordinarias de la Administración Central para fines específicos a través de convenios y mecanismos similares.

el muy discutible aumento en la valoración oficial de las políticas de “normalización” lingüística incluido en el acuerdo de financiación de 2009. Tal ajuste se traduce en una corrección al alza de la financiación a competencias homogéneas de las regiones con una segunda lengua cooficial y a la baja en los recursos destinados a competencias singulares en las mismas³⁶.

Las series que aquí se utilizan distinguen entre la financiación definitiva que corresponde a cada comunidad autónoma en un año determinado con un criterio de devengo y los ingresos que ésta percibe realmente “por caja” con cargo al sistema durante dicho ejercicio. En el caso de los tributos gestionados directamente por las comunidades autónomas, ambos conceptos coinciden al menos aproximadamente. Sin embargo, en el caso de las transferencias estatales (ligadas por ejemplo al Fondo de Suficiencia) y de los impuestos gestionados por la Agencia Tributaria estatal (incluyendo el IRPF y el IVA), existe una diferencia entre ambos conceptos que puede llegar a ser importante. Lo que las comunidades ingresan realmente a lo largo del año t son una serie de entregas a cuenta basadas en las previsiones recogidas en los Presupuestos Generales del Estado que se pagan por doceavas partes mensuales así como, en algunos años, ciertos anticipos a cuenta de la financiación definitiva. La diferencia entre los ingresos definitivos que corresponden a cada región en el año t y las entregas a cuenta y anticipos percibidas por ésta a lo largo del ejercicio se calcula (y generalmente, aunque no siempre³⁷, se abona) dos años más tarde, una vez se dispone de todos los datos necesarios para realizar la liquidación del sistema. En ese momento es también cuando se abonan los Fondos de Convergencia, para los que la ley no prevé la existencia de entregas a cuenta. Por lo tanto, en el año t las regiones ingresan las entregas a cuenta correspondientes al ejercicio en curso y, en principio, la liquidación de $t-2$, mientras que la liquidación de t se realiza en $t+2$.

En lo que sigue, tanto la capacidad fiscal bruta como la financiación a competencias homogéneas se dividirán por la población ajustada de cada comunidad autónoma (calculada siempre con las reglas del sistema de financiación actualmente vigente) para obtener indicadores de financiación por unidad de necesidad. Como su nombre sugiere, la población ajustada se obtiene corrigiendo la población real de cada comunidad por un factor que recoge (la estimación que hace el sistema de) el coste por habitante de prestar en cada región los servicios públicos de titularidad autonómica a un nivel uniforme de calidad. Esta estimación se obtiene utilizando una fórmula relativamente sencilla en la que entran los factores demográficos y geográficos con una mayor incidencia sobre la demanda de los principales servicios públicos gestionados por las autonomías y sobre sus costes unitarios de provisión. La fórmula tiene en cuenta, en particular, la estructura por edades de la población (con implicaciones obvias para las necesidades de gasto en educación, sanidad y servicios sociales), la extensión del territorio, la dispersión del poblamiento y la insularidad.

Es importante tener presente que tanto la capacidad fiscal como la población ajustada se calculan por procedimientos que pueden ser en alguna medida discutibles y no constituyen por tanto indicadores plenamente objetivos de lo que se pretende medir en cada caso. Así, la capacidad fiscal depende crucialmente de los porcentajes de cesión de las distintas figuras tributarias que se fijan en el modelo de financiación y de las reglas empleadas para territorializar la recaudación de ciertos impuestos, que no son ni mucho menos neutrales. Así por ejemplo, el reparto del IVA sería muy distinto si en vez de basarse en el lugar donde se realiza el consumo se tomase como referencia el lugar de residencia de los consumidores o la población regional (como sucede en Alemania). En cuanto a la población ajustada, se podría argumentar que la fórmula debería incluir también otros factores de coste (como el nivel de precios, la población flotante o una asignación para costes fijos) o que las ponderaciones asignadas a las distintas variables que se incluyen en la fórmula no reflejan bien su peso real en el gasto autonómico. Aún así, hay

36: Como parte del último acuerdo de financiación, la valoración oficial de las competencias de política lingüística se ha multiplicado por 3,5, lo que implica una transferencia de 237 millones adicionales en 2009 a las cuatro comunidades con una segunda lengua cooficial. Si respetásemos la nueva valoración oficial de tales competencias, esta partida se integraría en la financiación de las competencias singulares y no sería visible en la financiación a competencias homogéneas que aquí se ofrece y que es el agregado que habitualmente se utiliza para realizar comparaciones entre regiones. Sin embargo, esto no parece razonable. Suponiendo que las competencias de política lingüística hubiesen sido medianamente bien valoradas en su momento, un incremento de tal magnitud en su valoración resulta difícil de justificar. Puesto que además nada obliga a las comunidades beneficiarias a dedicar estos recursos a la promoción de sus respectivas lenguas cooficiales, parece más razonable tratar este incremento de recursos como un aumento de la financiación a competencias homogéneas.

37: Las liquidaciones de 2008 y 2009 arrojaron saldos favorables al Estado de magnitud muy considerable. Para evitar problemas de liquidez a las comunidades autónomas, se optó por fraccionar su reintegro sobre varios ejercicios.

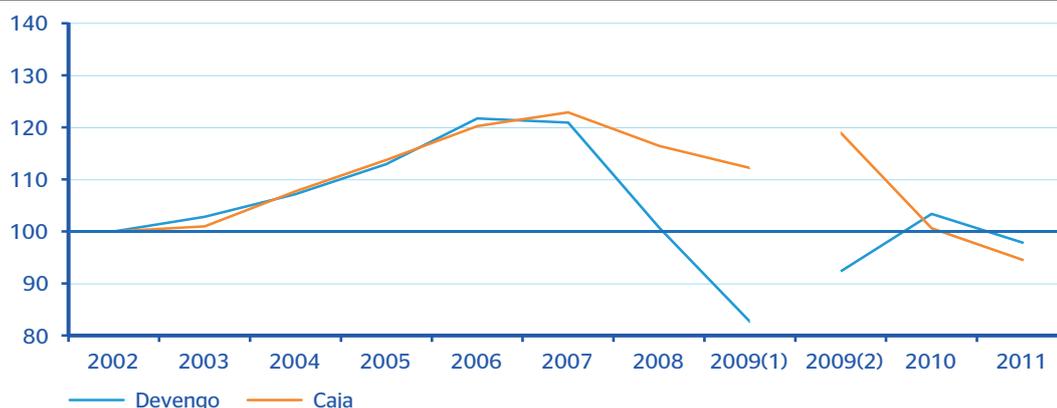
que decir que, al menos como primera aproximación, ambas variables ofrecen aproximaciones bastante satisfactorias a dos magnitudes muy relevantes a la hora de valorar cualquier sistema de financiación regional: la capacidad de generación interna de ingresos tributarios de cada territorio y los recursos que se necesitarían en cada uno de ellos para poder ofrecer un nivel uniforme de servicios públicos en todo el país.

3. La evolución de la financiación media por habitante

El Gráfico 4.1 resume la evolución de la financiación media por habitante ajustado de las comunidades autónomas de régimen común entre 2002 y 2011 medida a precios constantes (y por supuesto, a competencias homogéneas e igual esfuerzo fiscal). Se muestran dos puntos para el año 2009 porque para ese periodo se cuenta con dos valores diferentes del índice de financiación: uno que mide los recursos por habitante que estos territorios habrían recibido con el anterior sistema de financiación (sistema 2001) y otro, más elevado, que refleja la financiación realmente percibida con el nuevo modelo que comenzó a aplicarse en dicho año (sistema 2009).

Gráfico 4.1

Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas y precios constantes, conjunto de las comunidades de régimen común, 2002 = 100



Fuente: A. de la Fuente

El gráfico revela dos subperíodos con características muy diferentes. Durante el período de expansión comprendido entre 2002 y 2006 o 2007, la financiación definitiva a competencias homogéneas por habitante, medida a precios constantes, aumentó en más de un 20%. Esto fue posible gracias a una especie de burbuja fiscal que ha tenido mucho que ver con el boom de la vivienda, pero no sólo con él. Durante el mismo período, los componentes más volátiles de la base tributaria (incluyendo no sólo las rentas gravadas sino también el gasto sujeto a tributación, como la compra de vivienda) se dispararon al alza en más de 15 puntos del PIB, con el consiguiente aumento de los ingresos tributarios autonómicos y estatales.

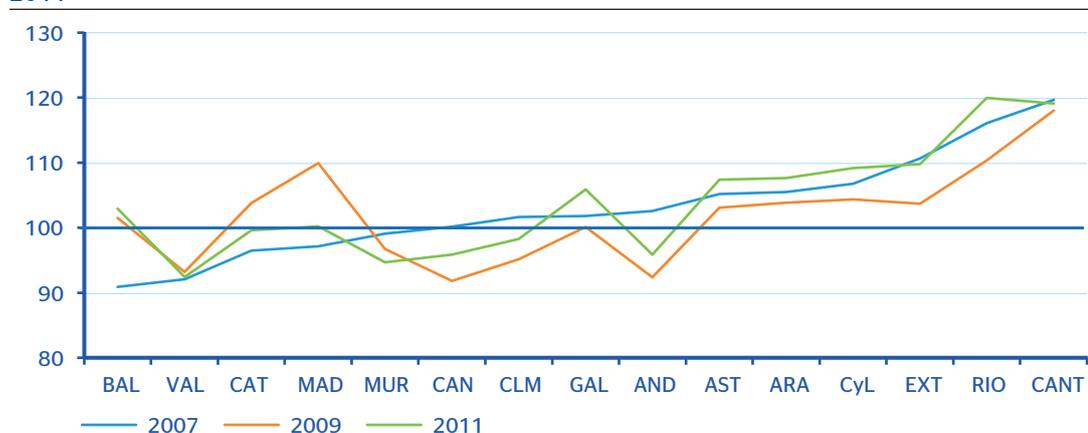
Tras 2007, sin embargo, cambian las tornas. La relación entre la base tributaria y el PIB se corrige de golpe y la recaudación tributaria se desploma. También lo hace, lógicamente, la financiación autonómica, que está ligada a los ingresos tributarios estatales y regionales, aunque la caída es mucho más gradual cuando consideramos la financiación por caja en vez de la devengada porque el Gobierno central ha optado por no trasladar a las entregas a cuenta todo el descenso de la recaudación tributaria durante los primeros años de la crisis. Pero aunque el perfil de los dos agregados de financiación es muy diferente, el descenso acumulado entre 2007 y 2011 supera el 20% en ambos casos y deja a las comunidades autónomas ligeramente por debajo de los niveles de ingresos reales por habitante registrados en 2002.

4. La evolución de la financiación relativa bajo el sistema 2009

El Gráfico 4.2 muestra la distribución de la financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado o por unidad de necesidad en los años 2007, 2009 y 2011, trabajando siempre con índices de financiación relativa que se normalizan a 100 para la media del conjunto del territorio de régimen común. El primero de estos años se toma como referencia porque la liquidación de 2007 era la última disponible durante la negociación del último acuerdo de financiación. Por lo tanto, la financiación relativa de ese año puede identificarse con el statu quo en el momento de la última revisión del modelo. A efectos de valorar la evolución del sistema tras la reforma, esta referencia inicial ha de compararse con los resultados del nuevo sistema en su primer año de aplicación (2009) y con el último dato disponible, que es el de 2011.

Gráfico 4.2

Índice de financiación relativa a competencias homogéneas por habitante ajustado, 2007 vs. 2009 y 2011



Notas: Financiación con criterio de devengo. La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.
Fuente: A. de la Fuente

Comparando 2007 con 2009, vemos que sólo tres regiones (Madrid, Cataluña y Baleares) salen ganando en términos relativos -con ganancias además muy notables, de entre 7,3 y 12,8 puntos- mientras que todas las demás comunidades pierden posiciones o se quedan como estaban. Dentro del grupo de perdedores, destacan los casos de Andalucía, Castilla - La Mancha y Canarias, que pierden entre 6,5 y 10,2 puntos y pasan de estar ligeramente por encima de la media a situarse claramente por debajo de esta referencia.

El reparto de 2009, sin embargo, era bastante atípico, por dos razones. La primera es que la dotación del Fondo de Suficiencia en ese año fue extraordinariamente baja debido al colapso de la recaudación tributaria y al exceso de entregas a cuenta (que se deducen del agregado de ingresos estatales a cuya evolución se referencia la dotación agregada de este Fondo). Y la segunda es que para ese año se fijaba un criterio extraordinario de reparto del Fondo de Competitividad que en la práctica servía para eximir a Madrid y a Cataluña del techo que la ley fija a tal Fondo³⁸. Una vez normalizada la situación en 2010 y 2011, Cataluña y Madrid (pero no Baleares, que partía de mucho más abajo) pierden el grueso de sus ganancias y se quedan prácticamente en la media mientras el resto de las regiones recuperan al menos parte del terreno perdido. Tomando el período 2007-11 en su conjunto, las regiones que estaban a la cabeza del ranking en 2007 terminan mejorando su posición relativa, y son Andalucía (que pierde 6,7 puntos entre 2007 y 2011), Murcia (-4,4) y Canarias (-4,3) las que salen peor paradas. Mención aparte merece el caso de Valencia, que mantiene prácticamente invariante su financiación relativa y pasa al último puesto del ranking una vez superada por Baleares tras la reforma de 2009.

38: Para más detalles sobre las peculiaridades de la financiación de 2009, véanse los capítulos 4 y 5 de de la Fuente (2012).

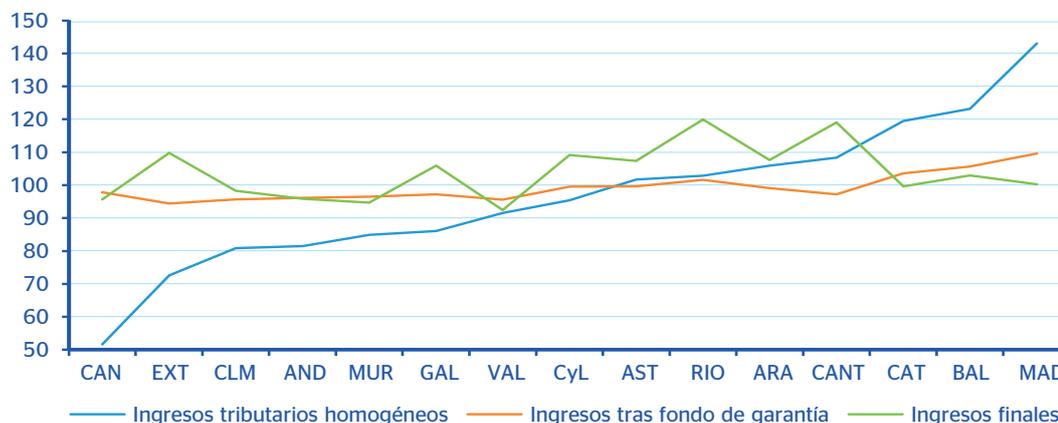
5. La situación en 2011 y los efectos redistributivos del sistema

Trabajando con datos de la última liquidación disponible, la de 2011, el Gráfico 4.3 muestra como varía la financiación por habitante ajustado según se van aplicando los distintos elementos del sistema de financiación regional. La *capacidad fiscal bruta* tiene pendiente siempre positiva porque las regiones se han ordenado a lo largo del eje horizontal de acuerdo con el valor de esta variable. El índice de financiación observado tras aplicar el Fondo de Garantía y, la distribución final de la financiación devengada tras las transferencias verticales canalizadas a través de los Fondos de Suficiencia, Cooperación y Competitividad.

El Gráfico 4.3 nos permite visualizar el impacto de los diferentes componentes del sistema de financiación sobre los recursos con los que cuenta cada región. Una vez realizada la asignación preliminar de recursos mediante la cesión de impuestos, las comunidades autónomas aportan un 75% de sus ingresos tributarios teóricos (calculados con las reglas del sistema) a un saco común que se reparte (junto con una aportación adicional del Estado) en proporción a la población ajustada. Este mecanismo de redistribución fundamentalmente horizontal, conocido como Fondo de Garantía, reduce enormemente las disparidades de recursos entre regiones (la desviación estándar del índice de financiación cae desde 21,6 hasta 4,1) respetando básicamente la ordenación inicial de las comunidades autónomas por capacidad fiscal bruta³⁹. El efecto de las transferencias verticales que nos llevan de la línea azul clara a la azul oscura es, sin embargo, muy diferente: este elemento del sistema casi dobla la dispersión de la financiación por habitante ajustado (que pasa de 4,1 a 8,1) y altera por completo la ordenación de las comunidades autónomas hasta hacer que el reparto final de la tarta no se parezca en nada a la distribución inicial de los ingresos tributarios brutos. Con las transferencias verticales de esta última etapa, por ejemplo, Extremadura gana doce puestos en el ranking de financiación por habitante ajustado, mientras que Madrid y Cataluña pierden ocho y siete puestos respectivamente.

Gráfico 4.3

Financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado en distintas etapas de la aplicación del sistema, 2011



Fuente: A. de la Fuente

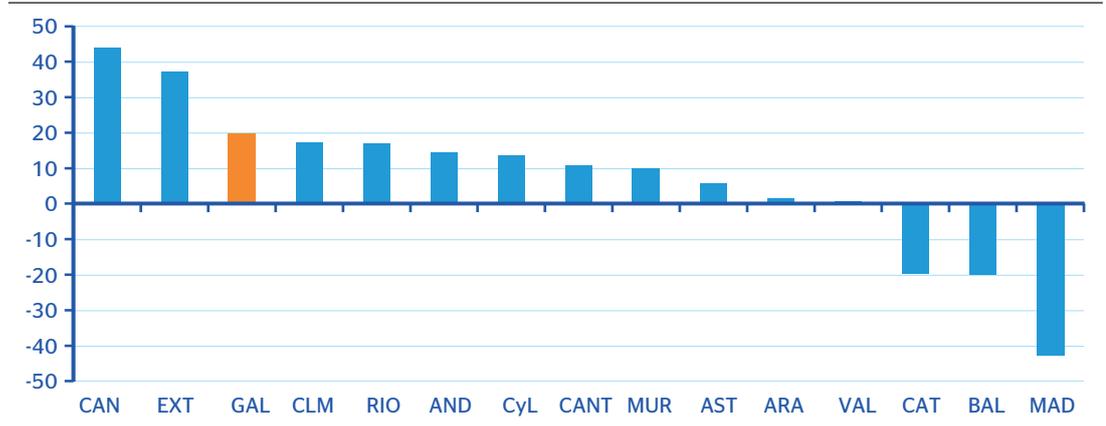
A la vista del gráfico resulta difícil evitar la conclusión de que el sistema de financiación genera un reparto muy desigual y esencialmente arbitrario de recursos entre regiones. Dejando de lado a las regiones forales, que merecen un análisis aparte, con datos de 2011 existe un abanico de 27,5 puntos porcentuales entre las regiones mejor y peor tratadas por el sistema que no tiene nada que ver ni con diferencias en factores de coste ni con los ingresos tributarios brutos de los distintos territorios. Así, Valencia estaría en 92,4 en términos del índice de financiación relativa por habitante ajustado, mientras que La Rioja alcanza el 120 sin que existan motivos comprensibles para ello. La ordenación de las comunidades autónomas en términos de recursos por habitante ajustado tras la aplicación del sistema carece, además, de toda lógica. No es que las regiones pobres, o las ricas, estén sistemáticamente bien o mal tratadas, sino que hay un

39: Esto no es exactamente cierto en el gráfico porque las participaciones regionales en el Fondo de Garantía se calculan con el agregado oficial de capacidad fiscal, que es ligeramente distinto del que aquí se utiliza, básicamente por las razones discutidas en la sección 2.

poco de todo. Así, Andalucía y Murcia están entre 94 y 96 mientras que Extremadura anda por 110. Cataluña y Madrid están entre 99 y 101 frente a los 120 ya citados de la Rioja o los 119 de Cantabria.

Gráfico 4.4

Efectos netos del sistema: diferencia entre el índice de financiación final y el de capacidad fiscal bruta puntos porcentuales



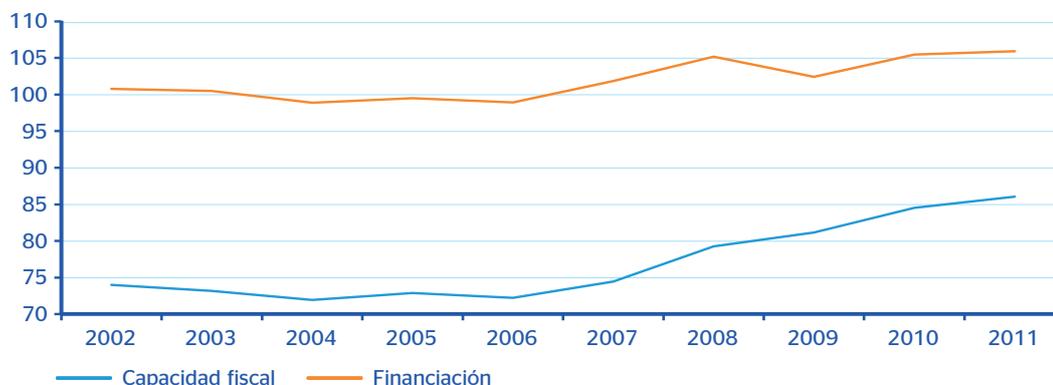
Fuente: A. de la Fuente

La distancia vertical entre las dos líneas azules del Gráfico 4.3 nos da una medida de los efectos netos del sistema sobre los recursos de cada región. Esta información se presenta en el Gráfico 4.4 con las comunidades ordenadas de acuerdo con la aportación neta de recursos que reciben del sistema. Como se observa en el gráfico solamente Madrid, Baleares y Cataluña pierden posiciones relativas con el reparto, lo que a grosso modo podemos identificar con una posición de contribuyentes netas al sistema, mientras que todas las demás regiones son receptoras netas de recursos (mejoran tras la aplicación del sistema). La diferencia entre los dos extremos de la distribución es muy llamativa: mientras que Madrid pierde más de 40 puntos de financiación relativa gracias a su aportación a los mecanismos redistributivos del sistema y Baleares y Cataluña en torno a 20 puntos, Canarias y Extremadura ganan más de 30 puntos y hay otras seis regiones que ganan entre 10 y 20 puntos.

6. El caso de Galicia

Galicia ha contado tradicionalmente con una financiación por habitante ajustado situada en torno a la media nacional o ligeramente por encima. Durante la mayor parte del período analizado, su índice de financiación se ha situado entre 100 y 105 (sobre una media de 100), con una cierta tendencia al alza. Por otra parte, su índice de capacidad fiscal relativa ha tenido un comportamiento muy positivo de 2006 en adelante, pero manteniéndose siempre claramente por debajo de la media. Así pues, la región ha sido siempre receptora neta de los mecanismos de redistribución del sistema, que le han aportado recursos equivalentes a entre 20 y 25 puntos de financiación relativa, mejorando así de forma muy sustancial la posición relativa de la región en términos de recursos por habitante ajustado.

Gráfico 4.5

Galicia, evolución de los índices de capacidad fiscal y de financiación por habitante ajustado

Fuente: A. de la Fuente

7. A modo de conclusión

En esta nota hemos pasado revista a algunos datos que resumen los efectos financieros del sistema de financiación regional en años recientes así como su evolución desde la última reforma. El ejercicio permite augurar que la próxima ronda de negociaciones será extremadamente complicada. La larga crisis en la que estamos inmersos ha supuesto una fuerte caída de la financiación real por habitante en un momento de crecientes necesidades sociales. Esta situación ha contribuido a endurecer notablemente las posturas de todas las administraciones implicadas, reduciendo el margen para un acuerdo. Los intereses de las partes son, además, muy difíciles de reconciliar entre sí en lo que es, en esencia, un juego de suma cero. Las comunidades autónomas aparecen divididas en tres grandes grupos con intereses claramente contrapuestos. Mientras que las regiones peor tratadas bajo el modelo actual exigen una mejora significativa de su financiación, las más favorecidas se resisten a perder posiciones incluso en términos relativos. Por otra parte, las tres comunidades contribuyentes netas, que actualmente están situadas en torno a la media en términos de financiación por habitante ajustado, presionan para reducir sus aportaciones a los mecanismos de redistribución del modelo, lo que complica todavía más las cosas.

El único punto de acuerdo entre los tres grupos es la exigencia de una mayor aportación de recursos por parte del Gobierno central, lo que permitiría satisfacer en alguna medida los objetivos de todos ellos. Tal solución, sin embargo, resulta muy complicada en la situación actual de penuria financiera generalizada y tendría, además, efectos secundarios muy perniciosos. Si la historia de 2009 se repite y el Gobierno central termina rascándose el bolsillo para engrasar el acuerdo con una inyección significativa de recursos adicionales, se reforzaría la idea, ya firmemente internalizada por los líderes regionales, de que siempre pueden obtener más recursos a un coste prácticamente nulo para ellos presionando a "Madrid". Esta percepción introduce una enorme distorsión en el funcionamiento de un sistema descentralizado como el nuestro porque tiende a anular en el caso de los gobiernos regionales el principal mecanismo de disciplina fiscal existente en un sistema democrático: la necesidad de pedir recursos adicionales a los votantes para financiar incrementos del gasto. Los apuros fiscales que están viviendo las comunidades autónomas tras la explosión de su gasto durante el período de expansión anterior a la crisis son una buena ilustración de las perniciosas consecuencias que se derivan del deficiente funcionamiento de este mecanismo.

Referencias

de la Fuente, A. (2012). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009 y 2010." Mimeo, Instituto de Análisis Económico (CSIC). <http://ideas.repec.org/p/bbv/wpaper/1223.html>

de la Fuente, A. (2013). "La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 2002-2011." Mimeo, Instituto de Análisis Económico (CSIC).

5. Cuadros

Cuadro 5.1

Principales indicadores de coyuntura de la economía de Galicia

	2013 (%)		Último dato (m/m, %, CVEC)		
	Galicia	España	Galicia	España	Último mes
Ventas Minoristas	-4,9	-3,9	0,7	-3,5	dic-13
Matriculaciones	8,6	4,8	19,3	9,1	feb-14
IASS	-2,7	-1,4	2,2	2,2	dic-13
Viajeros Residentes (1)	3,0	-1,1	-9,9	0,0	ene-14
Pernoctaciones Residentes (1)	0,4	-1,6	-4,0	0,0	ene-14
IPI	3,2	-1,7	-0,7	-0,5	ene-14
Visados de Viviendas	-27,3	-23,3	-13,9	-0,2	dic-13
Transacciones de viviendas	-14,6	-2,2	-1,5	2,1	dic-13
Exportaciones Reales (2)	14,5	3,9	37,3	2,4	dic-13
Importaciones	-4,4	-3,0	-1,6	-1,6	dic-13
Viajeros Extranjeros (3)	11,3	3,3	4,7	0,8	ene-14
Pernoctaciones Extranjeros (3)	7,9	3,9	0,5	0,5	ene-14
Afiliación a la SS	-2,9	-3,1	-0,1	0,2	feb-14
Paro Registrado	2,0	2,6	-0,6	-1,2	feb-14

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

Cuadro 5.2

UEM: previsiones macroeconómicas

(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB real	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Consumo privado	0,3	-1,4	-0,5	0,7	1,2
Consumo público	-0,1	-0,5	0,3	0,5	0,7
Formación Bruta de Capital Fijo	1,8	-3,9	-3,1	1,6	5,0
Construcción	-0,3	-4,1	-3,9	0,2	3,3
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,9	0,8	1,7
Exportaciones	6,7	2,7	1,2	3,5	4,9
Importaciones	4,7	-0,8	0,2	3,3	5,1
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,9	1,5	0,5	0,3	0,2
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	1,7	-0,5	-0,2	1,1	1,8
PIB sin construcción	1,9	-0,2	0,0	1,2	1,7
Empleo total (EPA)	0,3	-0,7	-0,8	0,1	0,7
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	10,2	11,4	12,1	12,0	11,6
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	1,2	2,1	2,1	2,0
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4	-2,1
IPC (media periodo)	2,7	2,5	1,4	1,0	1,4

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014
 Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas interanuales, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,8	2,8	1,8	2,5	2,5
UEM	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Francia	2,0	0,0	0,2	1,1	1,6
Italia	0,6	-2,6	-1,8	0,8	1,5
España	0,1	-1,6	-1,2	0,9	1,9
Reino Unido	1,1	0,3	1,9	2,6	2,4
América Latina *	4,0	2,6	2,2	2,5	2,6
México	4,0	3,7	1,2	3,4	3,0
Brasil	2,7	1,0	2,2	2,5	1,9
EAGLES **	6,7	5,0	4,8	5,2	5,4
Turquía	8,5	2,4	3,9	1,5	5,2
Asia-Pacífico	6,0	5,3	5,2	5,3	5,4
Japón	-0,4	1,4	1,7	1,5	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,6	7,5
Asia (exc. China)	3,7	3,5	3,4	3,7	4,0
Mundo	4,0	3,2	2,9	3,6	3,9

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

** Brasil, Corea, China, India, Indonesia, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
UEM	1,00	0,75	0,25	0,25	0,50
China	6,56	5,75	6,00	6,00	6,50
Tipos de Interés a 10 años (Promedio)					
Estados Unidos	2,8	1,8	2,3	3,2	3,7
UEM	2,6	1,6	1,6	2,0	2,5
Tipos de Cambio (Promedio)					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,78	0,75	0,77	0,75
UEM	1,39	1,29	1,33	1,30	1,33
Reino Unido	1,60	1,59	1,56	1,57	1,62
Japón	79,7	79,8	97,6	110,0	117,1
China (RMB por USD)	6,46	6,31	6,20	5,97	5,85

Fecha cierre de previsiones: 7 de febrero de 2014

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

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

España

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

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

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

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

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

Laura González
+34 91 807 51 44
laura.gonzalez.trapaga@bbva.com

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan 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
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

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