

Situación C. Valenciana

1^{ER} SEMESTRE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA



01 El crecimiento se estabilizará alrededor del 2,7%, aunque los riesgos tanto externos como internos se han elevado

02 En el escenario más probable se crearán 120 mil puestos de trabajo en el bienio 2016-2017

03 El dinamismo de las exportaciones no se ve lastrado por la recuperación de la demanda doméstica

04 Consolidar el ajuste de las cuentas públicas, incentivar la inversión y la creación de empleo, claves para apuntalar la recuperación

Índice

1 Editorial	3
2 Un entorno económico más anémico e incierto	5
3 Perspectivas para la economía valenciana	9
Recuadro 1. Análisis de la situación económica de la Comunitat Valenciana, a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Cuarto trimestre de 2015	25
Recuadro 2. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?	27
4 Cuadros	33

Fecha de cierre: 26 de febrero de 2016

1 Editorial

La evolución reciente de la economía valenciana y los soportes que vienen apoyando su recuperación hacen prever que el crecimiento del PIB se estabilizará durante los próximos dos años alrededor del 2,7%, cinco décimas por encima de su media histórica (1981-2014). Los datos de actividad del cierre de 2015 e inicios de 2016 muestran que la creación de empleo y el crecimiento de la demanda interna mantienen su dinamismo. Adicionalmente, se prevé una política monetaria algo más expansiva que hace tres meses, mientras que la disminución en el precio del petróleo, notable e inesperada en noviembre, ayudará a continuar mejorando la competitividad de las empresas y la renta de las familias. Asimismo, los exportadores han redirigido sus bienes y servicios hacia destinos europeos, lo que ha minorado los efectos de la menor demanda en países emergentes. Finalmente, el impulso fiscal ha sido mayor que el esperado y ha apoyado el crecimiento de la demanda interna. Todo lo anterior ha compensado el incremento de la incertidumbre asociado al contexto interno, a los riesgos geopolíticos, a la volatilidad en los mercados financieros y a la recuperación de la economía mundial. En todo caso, de mantenerse estas fuentes de incertidumbre, la actividad se vería afectada negativamente.

Los datos de actividad apuntan a que durante el último trimestre de 2015 el crecimiento se ha mantenido elevado. En particular, el PIB de la Comunitat Valenciana podría haber aumentado un 0,9% respecto al trimestre precedente. Esta senda de crecimiento habría permitido un incremento de la actividad cercano al 3,5% en el conjunto del año. Más aún, el modelo MICA-BBVA y la Encuesta realizada a la red de oficinas de BBVA en la Comunitat Valenciana (véase el Recuadro 1) sugieren que el crecimiento regional se mantendría en tasas similares (0,8% t/t) durante el primer trimestre de 2016. Por lo tanto, el dinamismo de la actividad continúa y, en términos anualizados, aún supera el 3,0%.

Detrás de este crecimiento subyacen tanto factores externos como internos. Entre estos últimos destaca la solidez que muestra la demanda interna, apoyada en el avance de la renta disponible de las familias y unas condiciones de financiación favorables. Igualmente, el aumento del gasto primario de la Generalitat ha impulsado el empleo y la inversión. Además, en ausencia de medidas adicionales a las ya conocidas, se espera que el incumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria se extienda a 2016.

En el contexto externo, pese a que se revisan a la baja las expectativas de crecimiento de las economías emergentes y se espera una apreciación del tipo de cambio del euro respecto a las divisas de estos países, las exportaciones de bienes y servicios muestran una evolución saludable. La reorientación de la inversión hacia el sector industrial ha jugado un papel clave en este aspecto. Además, el buen desempeño de las ventas al exterior y de la inversión es síntoma de que el mayor peso de ambos factores en la demanda agregada es una tendencia que se mantendrá en el tiempo. Así, aunque la caída del gasto de los hogares y empresas incentivó la internacionalización empresarial y explicó casi la mitad del aumento de las exportaciones durante la crisis, el impacto parece ser asimétrico. En este sentido, la recuperación del consumo interno no está ejerciendo un efecto sustitución significativo sobre las ventas a otros países (véase el Recuadro 2). Asimismo, el mantenimiento de una demanda interna dinámica en España y la mejora de la misma en Europa suponen un soporte adicional para un turismo que vuelve a verse beneficiado por las dificultades de los mercados competidores.

La caída del precio del petróleo y la política monetaria apoyarán la recuperación. Aunque durante los últimos meses ha aumentado la incertidumbre sobre cuánto de la caída del precio del petróleo se debe a factores de oferta o de demanda, la continuación del crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, junto con la evidencia que apunta a un aumento significativo de la producción corriente y esperada de petróleo, sugieren que el impacto neto sobre el crecimiento será positivo. En particular, se estima que la

reducción en la previsión del precio del petróleo podría aportar 1 punto al PIB de la Comunitat Valenciana durante el presente ejercicio. Por otro lado, las medidas recientes adoptadas por el Banco Central Europeo anticipan que la política monetaria se mantendrá expansiva por un período prolongado de tiempo¹, con tipos de interés históricamente bajos, lo que ayudará a continuar el proceso de desapalancamiento en aquellas empresas y familias que así lo requieran, además de incentivar la demanda de crédito solvente.

En todo caso, este escenario se enfrenta un grado de incertidumbre particularmente elevado, con una acumulación de riesgos atípica que podría ralentizar significativamente la recuperación. El aumento de la volatilidad de los mercados de capitales parece estar más ligado a un aumento de la incertidumbre sobre los posibles efectos que pueda tener la caída del precio del petróleo en algunas partes de la economía mundial y, sobre todo, del aumento en la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo. Así, han aumentado las dudas sobre el ritmo de crecimiento en China, el proceso de transición que vive hacia un nuevo modelo productivo y la capacidad de sus autoridades para garantizar que los cambios se den de una manera sosegada. De mantenerse en el tiempo, estas dudas terminarían inevitablemente trasladándose a la actividad económica.

A nivel doméstico, la incertidumbre sobre la política económica destaca como uno de los principales obstáculos para mantener el crecimiento. Tener certeza sobre el entorno regulatorio, fiscal o institucional es una de las condiciones necesarias para la adecuada toma de decisiones por parte de familias y empresas. Sin dicha seguridad, puede producirse el retraso de proyectos de inversión o de compra de bienes y servicios, lo que afectaría negativamente a la demanda interna y a las expectativas de crecimiento futuro. El actual contexto político puede hacer que dicha incertidumbre se incremente. Otro ejemplo es la desviación del déficit público autonómico respecto a la meta en 2015 pese a la mejora cíclica de los ingresos. Asimismo, los presupuestos vigentes apuntan a que la desviación respecto al objetivo de déficit continuará en 2016. Más allá de los desequilibrios que pueda producir de forma estructural el sistema de financiación autonómico, es necesario un plan creíble de reducción del déficit en las cuentas de la Generalitat. Es indispensable que dicho plan incluya la implementación de reformas estructurales que incentiven la inversión y la creación de empleo en la Comunitat Valenciana, al mismo tiempo que mejoren el capital humano, porque la estrategia más inteligente de consolidación fiscal es aquella que se basa en el aumento del crecimiento potencial de la productividad y en la disminución del desempleo estructural.

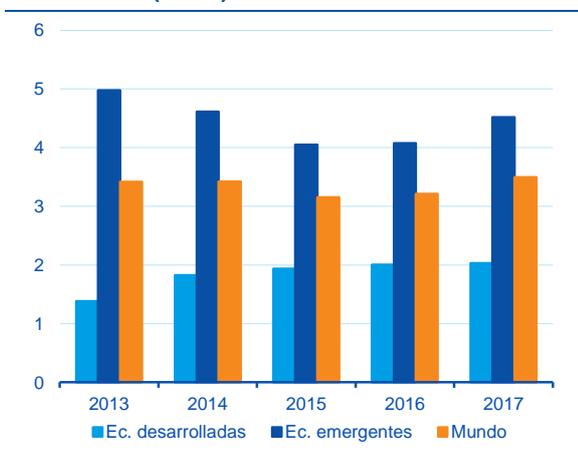
1: Para más detalles véanse los Observatorios BCE de BBVA Research publicados el 3 de diciembre de 2015 y el 21 de enero de 2016. Disponibles en <https://goo.gl/GA306o> y <https://goo.gl/Etwfs0>

2 Un entorno económico más anémico e incierto²

La intensificación de algunos de los focos de riesgo durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, viene acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas de tamaño relevante, como Rusia o Brasil, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

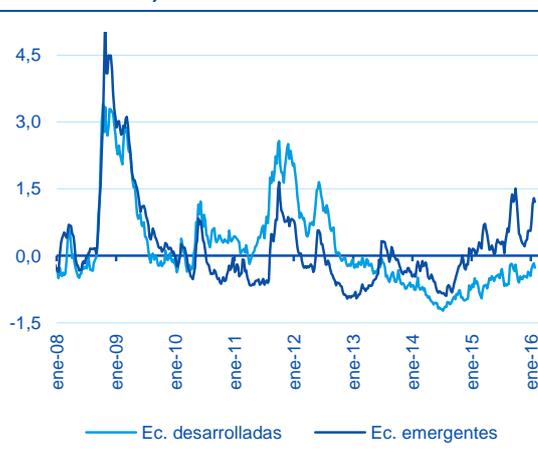
El PIB mundial crecerá el 3,2% en 2016, repitiendo el avance de 2015, y se acelerará moderadamente en 2017 hasta el 3,5%. Este crecimiento, que sigue siendo el menor desde 2009, está condicionado por el deterioro de la demanda en el bloque de economías emergentes y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción, las decisiones de inversión empresarial y el gasto en consumo. Con EE. UU. creciendo a tasas del 2,5% y la eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar el peor comportamiento relativo esperado para los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y CRB

El PIB de la eurozona tuvo el comportamiento ligeramente peor que el esperado hace tres meses, estabilizándose en tasas de crecimiento del 0,3% trimestral, que dan como resultado **un avance esperado para el conjunto de 2015 del 1,5%**. Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, **la Eurozona podría crecer este año un 1,8% y un 2,0% en 2017**, las mismas cifras que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas tendrían sobre la demanda doméstica y, en concreto, sobre el consumo privado, sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la

2: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al primer trimestre de 2016, disponibles en: <https://www.bbva.com>

desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

De hecho, **la composición del PIB correspondiente al tercer trimestre de 2015 y la prevista para el cuarto sitúa al consumo, tanto público como privado, como la partida más dinámica** gracias a la recuperación del empleo y la caída de precios por el abaratamiento del petróleo, en un contexto en el que la confianza de los hogares ha logrado mantenerse elevada. **Las sorpresas negativas proceden, fundamentalmente, de la inversión**, pese a la mejor percepción de los empresarios sobre la situación económica, el aumento de las nuevas operaciones de crédito bancario y los reducidos tipos de interés.

Las dudas sobre la fortaleza de la demanda externa (el comercio de bienes de la eurozona está acusando tanto la caída de las ventas al bloque de países emergentes como la desaceleración de las realizadas al de países desarrollados) **y el clima de incertidumbre política que impera en algunos países podrían estar lastrando el crecimiento de la inversión**. Además, el retraso en el cumplimiento con los objetivos de déficit público y en la implementación de reformas estructurales clave para relanzar la actividad a medio plazo son factores que también pueden estar dificultando la toma de decisiones de inversión en capital fijo. En este contexto de inestabilidad política, **el papel del BCE continuará siendo determinante para evitar un deterioro acusado de las condiciones de financiación**.

En España la recuperación continúa, a pesar de la incertidumbre³

En 2015 la economía española consolidó la recuperación emprendida a mediados de 2013. A pesar de que el entorno macroeconómico no estuvo libre de riesgos, se mantuvo el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por importantes vientos de cola (como la caída del precio del petróleo), **el mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria y los cambios estructurales producidos en los últimos años**. Entre estos últimos, destacan la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas puestas en marcha y los cambios en la estructura productiva, como la reorientación de la inversión hacia los componentes de equipo y maquinaria y de la demanda agregada hacia las exportaciones.

Al hilo de estos avances, el crecimiento trimestral alcanzó su velocidad punta al cierre del primer semestre del año, con una tasa del 1,0%, mientras que durante el segundo semestre se estabilizó en el 0,8% t/t⁴. En consecuencia, **la economía española cerró 2015 con un crecimiento del PIB superior al esperado hace un año (del 3,2% frente al 2,7%)**, que supuso, además, el primer avance anual por encima de la media histórica desde 2007⁵. **Como ya ocurriera en 2014, la expansión de la actividad en el conjunto del año se concentró en la demanda nacional (principalmente, privada)**. Destaca, en primer lugar, el crecimiento robusto del consumo y la inversión productiva y, en segundo lugar, la recuperación de la inversión residencial que, aunque menos dinámica que la esperada, se saldó con el primer crecimiento anual en nueve años (véase el Gráfico 2.3). **Por el contrario, la demanda externa neta drenó crecimiento por segundo año consecutivo**, a pesar de que las ventas al exterior se expandieron en un entorno de desaceleración de las economías emergentes y de recuperación gradual de las desarrolladas. De esta forma, la aportación negativa del saldo comercial al crecimiento se explica por el repunte de las importaciones.

Hacia delante, los elementos incorporados en la actualización del escenario macroeconómico aconsejan mantener, al menos de momento, las previsiones de crecimiento de la economía española para el presente bienio. De cara al primer trimestre de 2016, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la tendencia de recuperación de la economía española se está prolongando (previsión MICA-BBVA : 0,8% t/t) (véase el Gráfico 2.4). **Tanto en 2016 como en 2017 la actividad crecerá**

3: Un mayor detalle sobre el comportamiento de la economía española se puede encontrar en <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/02/Situacion-Espana-1T16.pdf>

4: Todas las cifras comentadas referentes a la Contabilidad Nacional Trimestral están corregidas de estacionalidad y efecto calendario (CVEC).

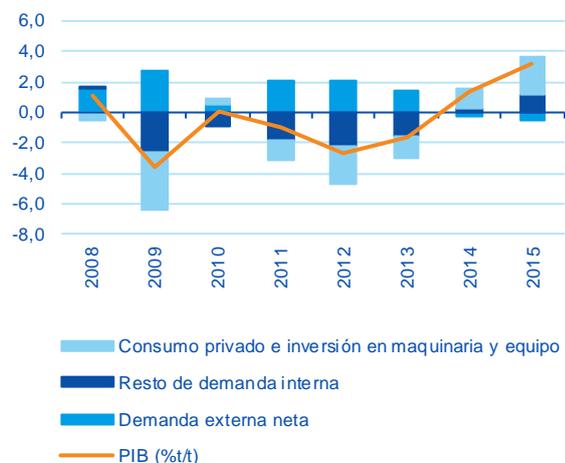
5: El crecimiento medio anual entre 1971 y 2014 se sitúa en el entorno del 2,5%.

el 2,7%, un ritmo suficiente para acumular al final del periodo una creación neta de empleo en torno al millón de puestos de trabajo.

La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. La economía global seguirá creciendo ligeramente por encima del 3,0%, lo que unido a la caída en el precio del petróleo apoyará el aumento de las exportaciones españolas, a pesar de la apreciación del tipo de cambio frente a las divisas emergentes. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria incentivará el aumento de la demanda. A nivel doméstico, la continuidad en la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y una política fiscal moderadamente expansiva contribuirán al incremento de la demanda interna (véase el Cuadro 2.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que, probablemente, se saldará con una **aportación negativa de la demanda externa neta al crecimiento.**

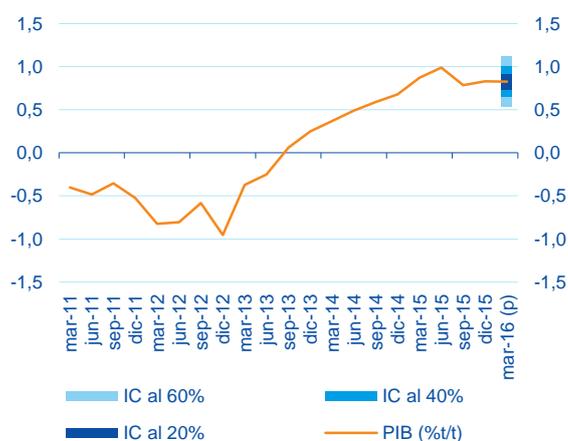
Con todo, el incremento de la incertidumbre sobre la política económica en España no permite mejorar, al menos de momento, las expectativas de crecimiento para el presente bienio. Aunque hasta ahora se mantiene una tendencia favorable de actividad y empleo, si la incertidumbre no se disipa rápida y favorablemente, podría tener un impacto relevante sobre las decisiones económicas de empresas y familias⁶.

Gráfico 2.3
España: contribuciones al crecimiento anual 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 (% t/t)



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

6: Véase el Recuadro 1 de Situación España, 1T16, La incertidumbre sobre la política económica en España: medición e impacto disponible aquí: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-2016/>

Cuadro 2.1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T15	2T15	3T15	4T15	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,3	2,8	3,4	3,5	0,9	3,0	2,7	2,4
G.C.F Privado	2,5	2,9	3,5	3,5	1,2	3,1	2,8	2,5
G.C.F AA. PP.	1,5	2,5	3,0	3,7	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	6,1	6,3	6,7	6,4	3,5	6,4	4,2	5,6
Equipo y Maquinaria	8,3	10,1	11,2	10,9	10,6	10,2	4,8	5,0
Construcción	6,2	5,2	5,2	4,6	-0,2	5,3	3,8	5,9
Vivienda	2,9	2,6	2,1	2,2	-1,4	2,4	4,2	8,2
Otros edificios y Otras Construcciones	8,8	7,3	7,6	6,4	0,8	7,5	3,5	4,2
Demanda nacional (*)	3,1	3,4	4,1	4,1	1,6	3,7	2,9	3,0
Exportaciones	5,8	6,0	4,5	5,3	5,1	5,4	4,8	5,7
Importaciones	7,6	7,4	7,2	7,7	6,4	7,5	5,8	6,8
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,2	-0,7	-0,6	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
PIB real pm	2,7	3,2	3,4	3,5	1,4	3,2	2,7	2,7
PIB nominal pm	3,2	3,7	4,1	4,3	1,0	3,8	4,1	5,2
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	2,7	3,2	3,5	3,6	1,5	3,2	2,6	2,5
PIB sin construcción	2,3	3,0	3,2	3,4	1,5	3,0	2,6	2,4
Empleo total (EPA)	3,0	3,0	3,1	3,0	1,2	3,0	2,9	2,6
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	23,8	22,4	21,2	20,9	24,4	22,1	19,8	18,3
Empleo total (e.t.c.)	2,9	2,9	3,1	3,0	1,1	3,0	2,5	2,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

(p): previsión.

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

3 Perspectivas para la economía valenciana

En 2015 la economía valenciana consolidó la recuperación emprendida a mediados de 2013, alcanzando un crecimiento del 3,5%, más de un punto porcentual por encima de su media histórica (2,2% en el periodo 1981-2014). De confirmarse estos datos, se enlazarían tres años consecutivos con un crecimiento superior al del agregado nacional. El aumento de las exportaciones de bienes regionales (donde destaca el avance de la industria), el turismo que se ve favorecido por la recuperación de la demanda interna en España y Europa, y una exigua consolidación fiscal habrían respaldado este diferencial positivo en 2015. De cara al primer trimestre de 2016, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la recuperación continúa prolongándose y el PIB valenciano podría estar creciendo a tasas cercanas al 0,8% trimestral en el inicio del año (véase el Gráfico 3.1). Este escenario se muestra consistente con lo expuesto por los empleados de BBVA en la Comunitat Valenciana a través de las Encuestas BBVA de Actividad Económica (véase el Gráfico 3.2).

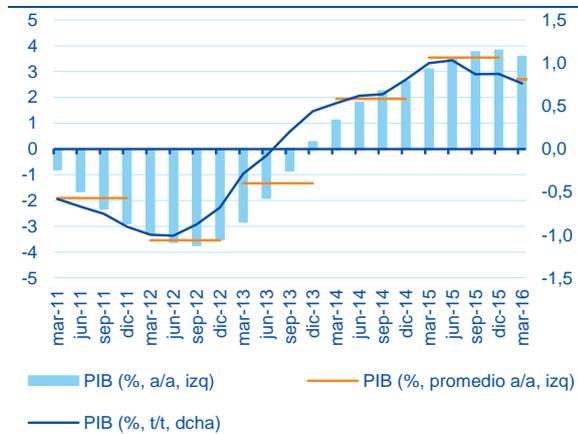
Hacia delante, en el panorama económico internacional se espera un crecimiento global similar al registrado el año anterior. A los factores externos se suma una nueva caída del precio del petróleo (más de un 40% desde el inicio del tercer trimestre de 2015), que podría aportar un punto al crecimiento económico en 2016. A nivel doméstico, la mejora de las condiciones de financiación a empresas y familias, una política fiscal moderadamente expansiva y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda interna.

Por lo tanto, en el escenario más probable, la inercia de la actividad económica y los factores de soporte arriba mencionados, justifican un crecimiento que se estabilizará en torno al 2,7% en 2016 y 2017, lo cual permitirá la creación neta de 120 mil empleos en el bienio. Ello supone enlazar cuatro años consecutivos de crecimiento económico, que permitirán recuperar la mitad de los puestos de trabajo destruidos durante la crisis. No obstante, el número de ocupados aún será un 10% inferior al alcanzado en el cuarto trimestre de 2007.

En todo caso, se percibe una mayor probabilidad de ocurrencia de ciertos eventos de riesgo, como la reducción en la riqueza financiera, el aumento en la incertidumbre sobre la política económica o el retraso en el proceso de ajuste fiscal a nivel autonómico.

Gráfico 3.1

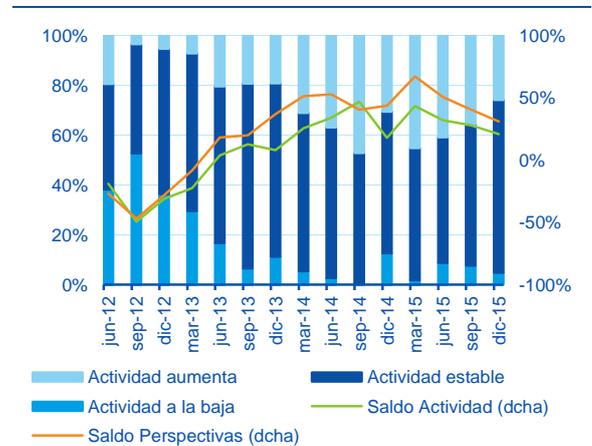
C. Valenciana: Crecimiento del PIB estimado con el modelo MICA-BBVA (t/t, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

Gráfico 3.2

C. Valenciana: Actividad en el trimestre y perspectivas para el próximo trimestre en la Encuesta BBVA de Actividad Económica⁷



Fuente: BBVA Research

El consumo privado continúa creciendo, aunque con menor vigor

El consumo privado incrementó su crecimiento en 2015. El mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos y la mejora de la renta disponible de las familias – apoyada en la creación de empleo, la rebaja de la tarifa del IRPF y una nueva caída del precio del petróleo- impulsaron el avance del gasto doméstico.

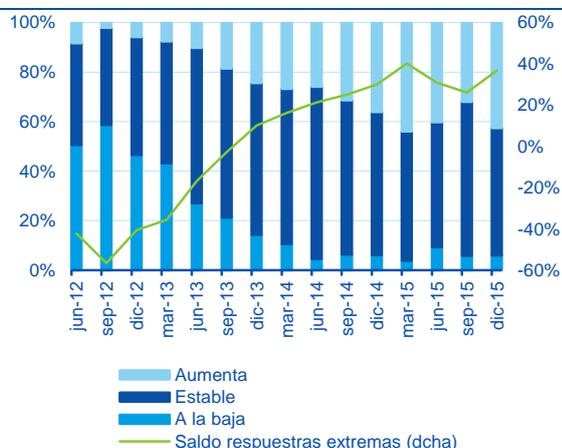
No obstante, los últimos datos disponibles reflejan una desaceleración en el dinamismo del consumo en la región, como consecuencia del menor impacto de algunos vientos de cola que estimularon el gasto durante la primera mitad del año pasado y de la reducción de la riqueza financiera en el inicio de 2016. En este sentido, los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en la Comunitat Valenciana apuntan a una estabilización del crecimiento de las ventas en la región, en niveles todavía elevados (véase el Gráfico 3.3). Estos resultados son consistentes con los obtenidos en el Indicador Sintético de Consumo Regional - ISCR-BBVA- que recoge los principales indicadores parciales de gasto disponibles para la Comunitat Valenciana⁸ (véase el Gráfico 3.4).

7: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de esta publicación.

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

Gráfico 3.3

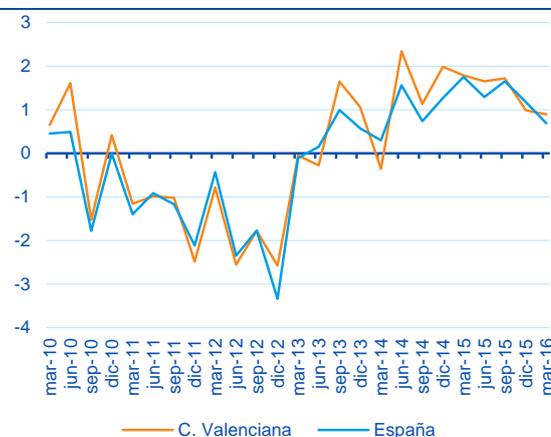
C. Valenciana: evolución de las ventas y saldo de respuestas en la EAE-BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.4

C. Valenciana y España: indicador sintético de consumo (t/t, %, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas, DGT e INE

La debilidad de los ingresos y las políticas expansivas del gasto, causa del nuevo incumplimiento del objetivo de estabilidad

Los datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta noviembre vienen a confirmar la débil evolución mostrada por los ingresos de la Generalitat a lo largo de 2015, con tasas de crecimiento ligeramente por encima del 1%. En cambio, el gasto recuperó cierto dinamismo respecto a los años precedentes, y creció hasta noviembre de 2015 un 1,6% a/a, a pesar del fuerte ajuste observado en la carga de intereses, derivado de las favorables condiciones de la nueva facilidad financiera. Como resultado, **la Comunitat Valenciana cerró noviembre de 2015 con un déficit del 1,9% del PIB regional, muy lejos ya del objetivo de estabilidad para dicho ejercicio (-0,7%),** y en línea con el observado en el mismo periodo del año pasado (véase el Gráfico 3.5).

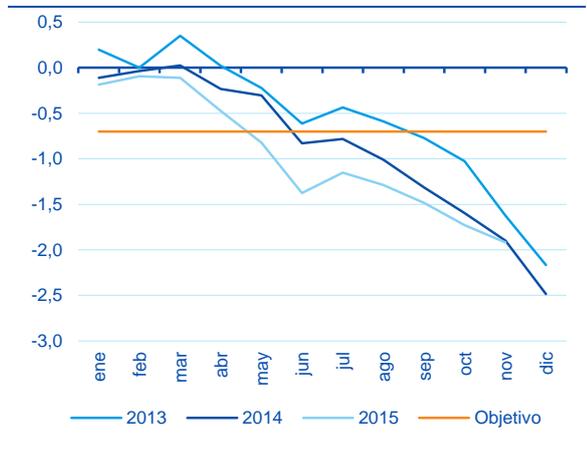
Respecto a la política de endeudamiento de 2015, la Generalitat Valenciana sigue financiándose exclusivamente a través de los mecanismos de liquidez articulados por el Gobierno central, disminuyendo su exposición en préstamos y valores a largo plazo. De esta forma, la deuda de la Generalitat se situó, al cierre del 3T15, entorno al 40% del PIB regional –de los cuales más del 67% corresponde al FLA-, y se mantiene como la comunidad más endeudada en términos de PIB.

En este contexto, se espera que la Generalitat Valenciana haya finalizado 2015 con un déficit por encima del 2% del PIB regional, lo que supondría un nuevo incumplimiento del objetivo de estabilidad. Asimismo, como puede observarse en el Gráfico 3.6, durante 2015 se habría observado un incremento del gasto primario próximo a 0,5 pp del PIB, frente al ajuste de más de 1 pp que habría sido necesario para conseguir el objetivo.

Hacia delante, los presupuestos aprobados para 2016 no incluyen ninguna medida que compense la desviación sobre el objetivo de 2015, y continúan con la política expansiva iniciada el año anterior. De esta forma, los ingresos de la Generalitat crecerán impulsados por los mayores recursos ligados al sistema de financiación autonómico, y el gasto se mantendrá prácticamente estable respecto a las previsiones iniciales de 2015. Por otro lado, prevén un aumento del gasto, más intenso en personal (por la subida de los salarios del 1% y la restitución de un tramo de la paga extraordinaria retirada en 2012) y en la compra de bienes y servicios, que sería compensado con un menor gasto en intereses. Como consecuencia, y en ausencia del

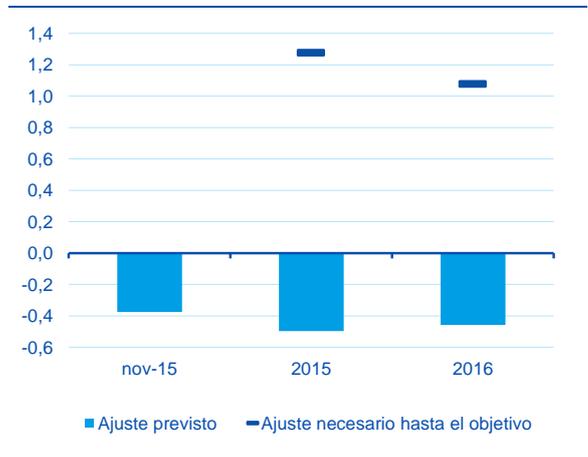
anuncio de nuevas medidas de ajuste fiscal, resulta probable que se observe un nuevo incumplimiento del objetivo de estabilidad también en 2016.

Gráfico 3.5
Generalitat Valenciana: capacidad/necesidad de financiación y objetivo 2015 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.6
Generalitat Valenciana: ajuste del gasto primario (pp. del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

La inversión privada continúa impulsando el cambio productivo

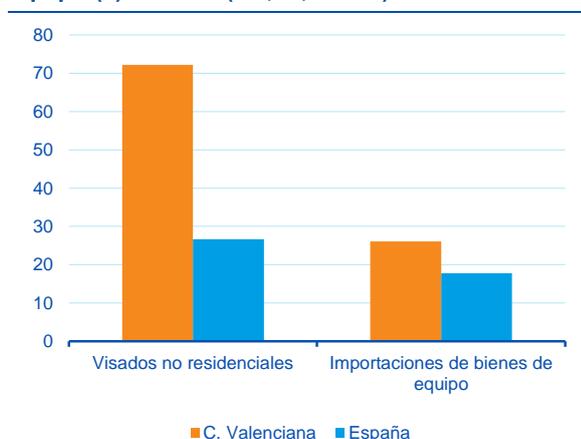
La inversión en la Comunitat Valenciana se afianzó durante 2015, apoyada en la mejoría de las condiciones de financiación, de la confianza, del panorama de las economías europeas y de la cartera de pedidos. Tanto el crecimiento de los visados de construcción no residencial, como las importaciones de bienes de equipo dejan entrever esta evolución (véase el Gráfico 3.7). Más aún, los datos disponibles indicarían una aceleración mayor que en el conjunto de España.

De un modo cualitativo, esta mejora queda reflejada en las Encuestas BBVA de Actividad Económica de la Comunitat Valenciana (véase el Gráfico 3.8). De manera consistente con los registros sectoriales de visados de construcción no residencial, el crecimiento de la inversión ha sido generalizado, si bien destacan especialmente el sector servicios (ligado a actividades turísticas) y el sector industrial. La mejora de este último podría impulsar nuevamente crecimientos de la productividad y de las exportaciones⁹ en los próximos trimestres.

9: Para un análisis más detallado de esta relación, véase Situación Comunitat Valenciana Primer Semestre de 2015, disponible aquí: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-comunitat-valenciana-primer-semestre-2015/>

Gráfico 3.7

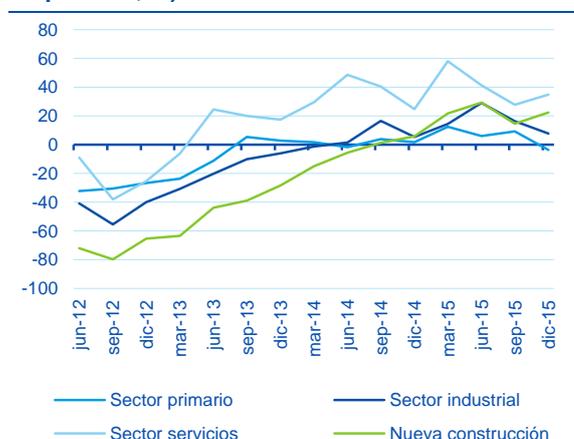
C. Valenciana y España: visados de construcción no residencial (m2) e importaciones de bienes de equipo (€) en 2015 (a/a, %, CVEC)



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

Gráfico 3.8

Inversión en la Comunitat Valenciana: Encuesta BBVA de Actividad Económica (saldo de respuestas, %)¹⁰



Fuente: BBVA Research

El sector inmobiliario en la Comunitat Valenciana se comportó mejor que la media

Los datos del mercado inmobiliario en la Comunitat Valenciana muestran una moderación del crecimiento de la demanda en la segunda parte del año en un entorno en el que la actividad constructora sigue recuperándose desde niveles mínimos y el precio se estabiliza.

Durante el tercer trimestre del año las ventas de vivienda en la Comunitat Valenciana se moderaron ligeramente respecto al segundo. En particular, entre julio y septiembre en la región se vendieron casi 14.000 viviendas, lo que supone un deterioro respecto al trimestre precedente del 6,1% CVEC. Ello responde a la contracción de las ventas a habitantes de la región y, sobre todo, a residentes en otras comunidades autónomas. Con todo, continúa observándose un fuerte crecimiento en términos interanuales: en el tercer trimestre las operaciones realizadas se incrementaron en un 16,3% frente a un año antes, por la buena evolución de la vivienda usada (+19,7% a/a) y pese a la contracción de la venta de viviendas nuevas (-6,3% a/a). Este descenso puede estar relacionado con la propia definición de vivienda nueva¹¹, y porque, pese a la sobreoferta aún existente, se reduce paulatinamente el número de viviendas atractivas para la demanda.

En términos generales, en el tercer trimestre las ventas en la región mostraron un comportamiento similar a la media nacional en términos interanuales. La composición de la demanda refleja una mayor relevancia de la extranjera en detrimento de la nacional. Así, en el tercer trimestre del año las compras de extranjeros crecieron el 15,4% interanual, 10 pp más que en el trimestre anterior. Mientras, las compras de los habitantes de la región y las realizadas por residentes en otras comunidades autónomas crecieron a tasas del 18,4% y el 10,7% interanual, respectivamente, inferiores a las observadas en 2T15 (véase el Gráfico 3.9).

Con todo, a falta de los datos del último trimestre, 2015 habría concluido con un nuevo aumento de ventas, similar al del año precedente y probablemente algo por encima de la media nacional. Por el momento, el acumulado entre enero y septiembre arroja un incremento interanual de las ventas del 14,2%.

10: La limitada longitud de la muestra no permite que los resultados puedan ser corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario.

11: Se consideran viviendas nuevas aquellas con una antigüedad inferior a cinco años desde la fecha de construcción y que no han sido transmitidas previamente.

Por provincias, el mercado más dinámico en los tres primeros trimestres de 2015 fue el correspondiente a Valencia, donde las transacciones experimentaron un incremento del 18,5% respecto al mismo periodo el año anterior. En Castellón las ventas crecieron el 15,6% y en Alicante el 11,2%. El mayor volumen de operaciones se registró en Alicante, donde se aglutinó el 53,8% del total; las ventas en Valencia englobaron el 35,7% del total y en Castellón el 10,5%.

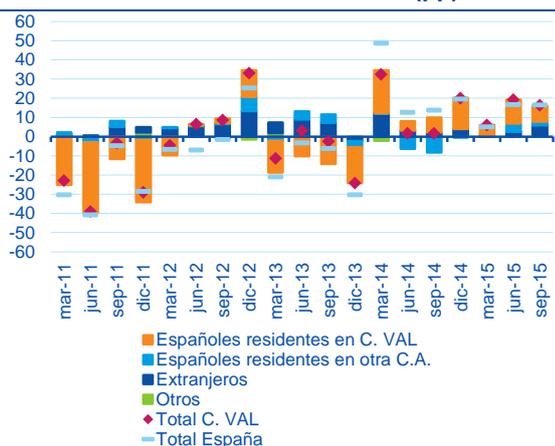
En la segunda parte del año el precio de la vivienda volvió a crecer. **De este modo, 2015 concluyó con un aumento del precio de la vivienda del 1,4% respecto a 2014, un incremento algo superior al registrado en media en España (1,1%),** que le convierte en el primer año de crecimiento del precio desde el inicio de la crisis. Con todo, tras cinco trimestres consecutivos de revalorizaciones interanuales, puede decirse que el precio de la vivienda en la región ya se ha estabilizado.

Por su parte, **la evolución de la actividad constructora en la región se ha mostrado positiva a lo largo de 2015,** tal y como reflejan los datos de los visados de vivienda de obra nueva. En el segundo semestre del año la firma de visados de vivienda de obra nueva se incrementó el 6,1% respecto al primer semestre, una vez corregida la serie de variaciones estacionales (véase el Gráfico 3.10). Con ello, 2015 fue un nuevo año de crecimiento para la iniciación de nuevas viviendas. **En particular, el aumento de los visados se situó en el 61,5%.** Un incremento importante, pero que parte de un nivel de mínimos. El análisis provincial revela que el mayor crecimiento de la actividad volvió a tener lugar en Alicante, donde los visados en 2015 crecieron el 73,7% interanual. En Valencia el crecimiento fue del 33,9% al tiempo que en Castellón los visados en el mismo periodo se redujeron el 1,8%.

La construcción de edificios no residenciales en los once primeros meses del año mostró una recuperación interanual superior a la de la media española. Así, en la Comunitat Valenciana la construcción de edificaciones destinadas a uso no residencial¹² incrementó su superficie visada en un 83,0% interanual (España 29,9%). Entre los usos, destacó el incremento de la superficie visada para la construcción de edificios destinados a uso industrial y a uso turístico, de recreo y deportivo.

Gráfico 3.9

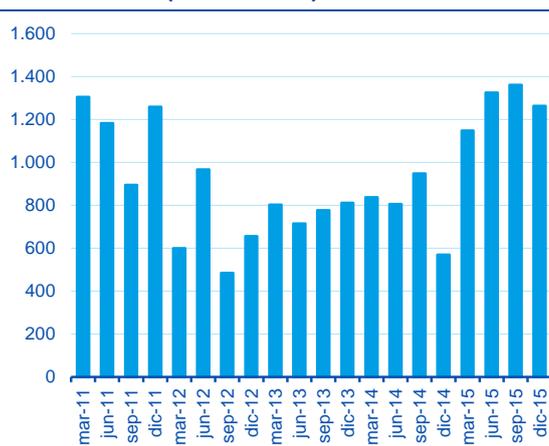
C. Valenciana: contribución al crecimiento interanual de las ventas de vivienda (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.10

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



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

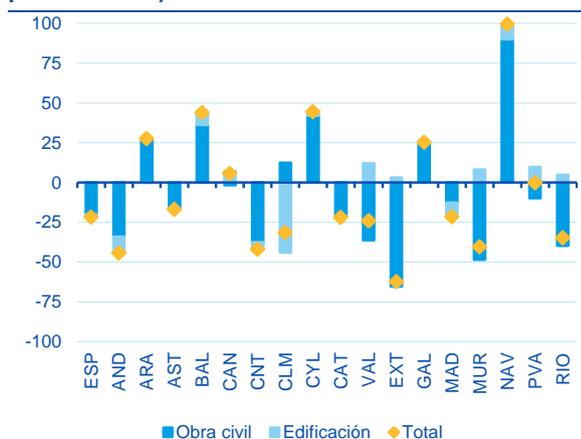
12: Edificios destinados a servicios comerciales y almacenamiento, a actividades agrarias y ganaderas, industriales, oficinas, a turismo y recreo y servicios de transporte, entre otros.

La licitación de obra pública se redujo en 2015

En los últimos meses del año la licitación de nueva obra pública experimentó un nuevo retroceso respecto al mismo periodo del año anterior. Entre septiembre y diciembre, la licitación se redujo algo más del 44% interanual. Con ello, 2015 concluyó con una contracción de la licitación de obra pública del 24,2% respecto a 2014, una caída ligeramente superior a la media (-21,9%). Así, tal y como refleja el Gráfico 3.11, la Comunitat Valenciana fue una de las siete regiones donde la caída fue superior a la media nacional. Durante los primeros tres trimestres del año, la mayor parte de la licitación se destinó a obras de edificación destinadas a uso docente. En segundo lugar destacaron las obras hidráulicas, las de carreteras y las de ferrocarril.

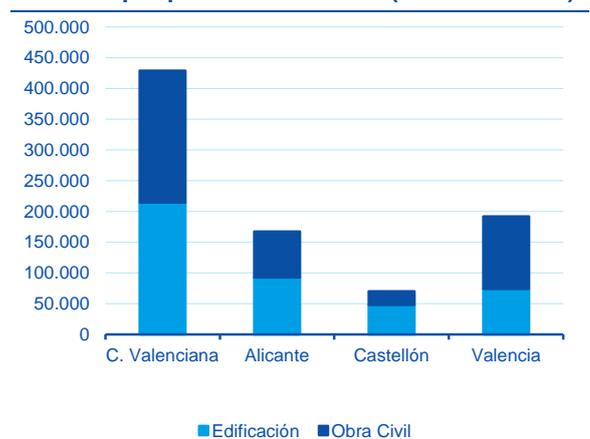
La desagregación territorial refleja que la mayor parte del presupuesto anunciado en 2015 se dirigió a obras en la provincia de Valencia, seguida de cerca se encontró Alicante y, a gran distancia de ambas, Castellón. Sin embargo, Castellón fue la única provincia en el que la licitación mejoró respecto a 2014, creciendo el 42,1% interanual. En Alicante y Valencia el deterioro de la licitación presupuestada fue del 37,2% y 23,1%, respectivamente. Destaca que en Alicante y Castellón la mayor parte del presupuesto licitado durante el pasado año se destinó a la edificación, y sólo en Valencia la obra civil superó a la edificación (véase Gráfico 3.12), siendo de particular importancia las obras relacionadas con el transporte y la urbanización.

Gráfico 3.11
Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual en 2015 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.12
C. Valenciana: distribución del presupuesto de licitación por provincias en 2015 (miles de euros)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

Por organismos financiadores, en 2015 se aprecia una reducción más acusada del importe presupuestario licitado por los Entes Territoriales (-30,8% interanual) que el licitado por el Estado (-4,4%). Así, **en 2015 el 31,6% de las obras públicas licitadas corrieron a cargo del Estado y el 68,4% de los Entes Territoriales, lo que supone un mayor peso del Estado respecto al año precedente.**

Las exportaciones de bienes valencianas combinan un excepcional crecimiento en automóviles con fortaleza en el resto de sectores

Pese a una ligera desaceleración en el último trimestre del ejercicio, **las exportaciones de bienes de la Comunitat Valenciana crecieron un 15,3% en 2015**, acumulando seis años consecutivos de variaciones positivas (véase el Gráfico 3.13). **El sector automotriz aglutinó más de una cuarta parte de las ventas al exterior y explicó dos tercios del crecimiento observado**. A raíz de las inversiones realizadas en el sector industrial de la Comunitat, las ventas de automóviles han liderado el crecimiento de las exportaciones valencianas desde 2013, doblando su peso en el total de ventas. Solo ciertas restricciones temporales de oferta -ligadas a mejoras de la capacidad instalada- han interrumpido esta tendencia (véase el Gráfico 3.14)

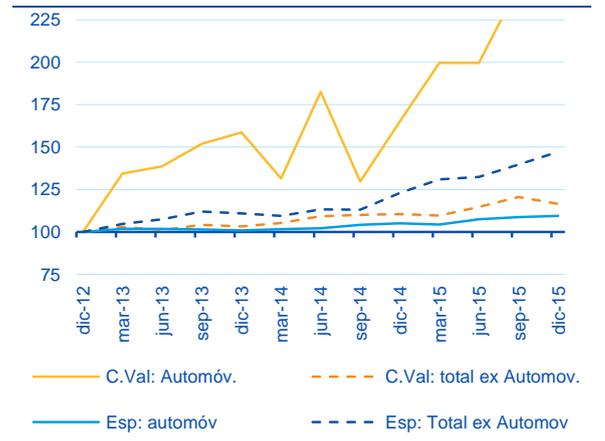
Este crecimiento se vio respaldado por el resto de sectores. Entre ellos destacaron las semimanufacturas y la alimentación, que supusieron, respectivamente, una cuarta y una quinta parte del total de ventas en 2015, aportando en torno a 2 p.p. cada uno al crecimiento.

Gráfico 3.13
C. Valenciana y España: exportaciones reales de bienes (1T11=100, t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.14
C. Valenciana y España: exportaciones nominales de automóvil y resto de sectores (4T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

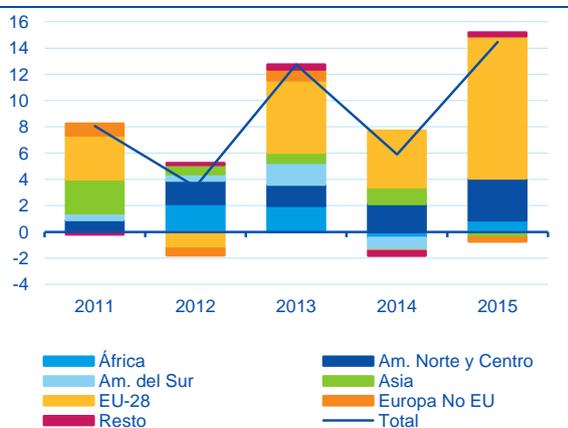
Por áreas geográficas, **la UE-28 y América Central y del Norte explican 11 pp y 3 pp respectivamente de los 15 que crecieron las ventas de bienes** (véase el Gráfico 3.15). Por el contrario, las ventas a China se estancan y apenas suponen 1,5 p.p. de las ventas valencianas.

En línea con las exportaciones, **las importaciones de bienes en la Comunitat Valenciana siguen creciendo**, y a un ritmo mayor al registrado por el agregado nacional (véase el Gráfico 3.16). **El sector automóvil explica la mitad de dicho crecimiento**, con un incremento similar en vehículos y componentes (estos últimos suponen dos tercios del total importado en el sector). **Las importaciones de bienes de capital también crecen 25,5% a/a, con un perfil creciente** y superando en 3T15 los mil millones de euros, por primera vez desde 3T08. Ello induce a esperar un comportamiento positivo de la inversión en los próximos trimestres.

En este escenario, el Puerto de Valencia, con un crecimiento del 3,9%, superó al de Algeciras como primer puerto español por tráfico de contenedores. En total se movieron 70 millones de toneladas de un total de 501 en España.

Gráfico 3.15

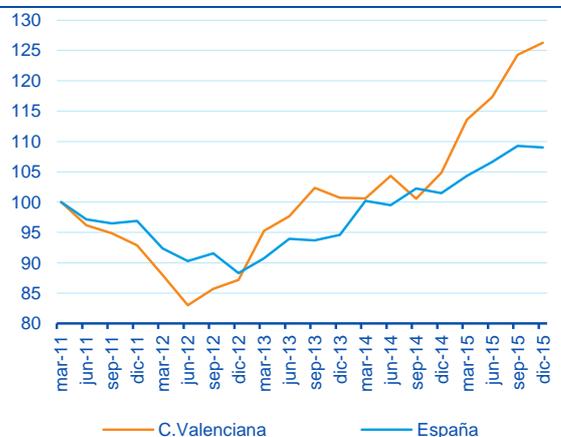
C. Valenciana: exportaciones de bienes por destino (aportación a/a, %, nominal)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.16

C. Valenciana y España: importaciones reales de bienes (1T11=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

En resumen, **la evolución de los flujos exteriores de bienes ha generado un incremento del saldo positivo de la balanza comercial de bienes valenciana** hasta 4.907 millones de euros (+34,1% a/a), equivalente al 4,9% del PIB regional. La fortaleza de las exportaciones automovilísticas en todo el año y una mayor dependencia relativa de mercados europeos y norteamericanos suponen una ventaja relativa en los próximos trimestres para la Comunitat.

Cifras récord en el turismo valenciano en 2015

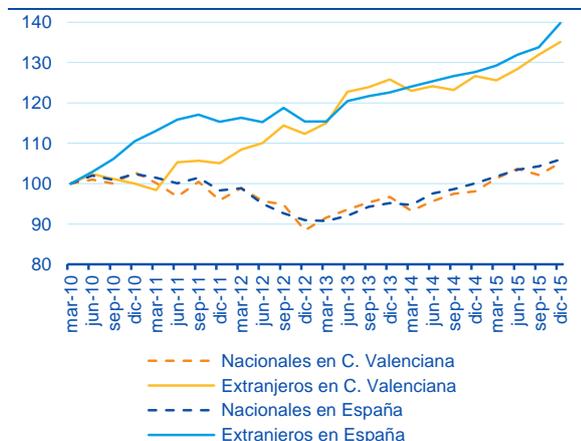
Por tercer año consecutivo, el sector turístico valenciano registró cifras récord. La afluencia de turistas extranjeros rozó los 6,5 millones de visitantes, lo que supone un crecimiento del 4,3% respecto a 2014 (España 4,9%). La reducción de los costes de transporte derivada de la caída de los precios del petróleo y la depreciación del euro frente a las principales divisas (especialmente la libra, primer mercado emisor del turismo valenciano exterior) han apoyado esta evolución.

En lo referente a los visitantes nacionales, factores como la mejora de la demanda interna en España o la disminución de los costes de transporte han propiciado el aumento de la demanda de servicios turísticos de la Comunitat Valenciana. En concreto, **el número de turistas nacionales en hoteles aumentó un 6,9% respecto a 2014** (véase el Gráfico 3.17). Lo anterior ha repercutido en una mejora de los principales índices de rentabilidad del sector hotelero, registrándose incrementos del ingreso medio por habitación y la tarifa media diaria (10,5% y 5,5% respectivamente).

No obstante, los datos también ofrecen algunas sombras. Entre ellos cabe destacar la disminución de la estancia media de los turistas, que ha redundado en un incremento del número de pernoctaciones un punto porcentual inferior al de entrada de turistas y, en consecuencia, en un menor gasto por viajero (véase el Gráfico 3.18).

Gráfico 3.17

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.18

C. Valenciana: entrada de turistas (millones de personas) y gasto medio por viajero (€)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El empleo crece por encima de su media histórica

En 2015 el número de afiliados a la Seguridad Social en la Comunitat Valenciana se incrementó a tasas anuales del 4,1% (España 3,2%). Estas cifras significan un crecimiento por encima de la media histórica regional (1,5% desde 1983) y el mayor aumento del empleo en nueve años. Lo anterior situó a la C. Valenciana como la tercera región con mayor crecimiento del empleo en 2015 tras las regiones vecinas de Illes Balears y Murcia. **Los datos del presente ejercicio adelantan un crecimiento saludable del empleo, que podría situarse en el 0,9 trimestral en el primer cuarto del año.**

En línea con los registros de afiliación, el número de personas inscritas en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) disminuyó 8,8% en 2015, reduciéndose en mayor medida que en el conjunto nacional (véase el Gráfico 3.20).

Gráfico 3.19

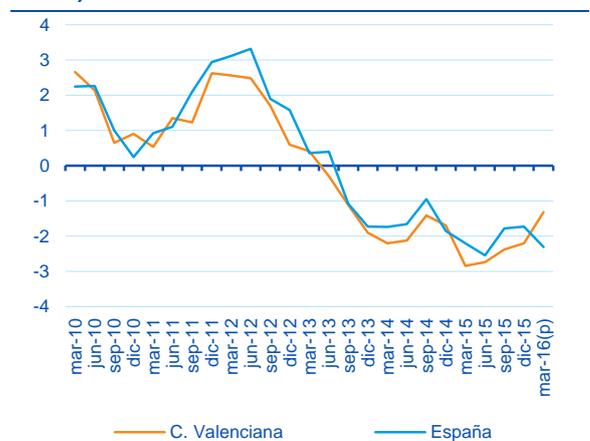
C. Valenciana y España: afiliación media a la Seguridad Social (%; t/t; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.20

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



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

A nivel sectorial, la composición del incremento de los afiliados a la Seguridad Social sugiere pocas diferencias entre la región valenciana y el conjunto de la economía española. Si bien, entre ellas destacan un menor pulso de la agricultura y una mayor contribución del sector público al crecimiento del empleo (véase el Cuadro 3.1).

Cuadro 3.1
Contribuciones al crecimiento de la Seguridad Social (% t/t, CVEC)

	C. Valenciana					España				
	1T15	2T15	3T15	4T15(*)	1T16	1T15	2T15	3T15	4T15(*)	1T16
Agricultura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Construcción	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Comer., transporte y repar.	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Hostelería	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Activ. Profes.	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Serv. públicos	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2
Serv. sociales y act. Artíst.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	1,3	1,3	0,5	0,8	0,9	1,0	1,1	0,3	0,7	0,8

Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social

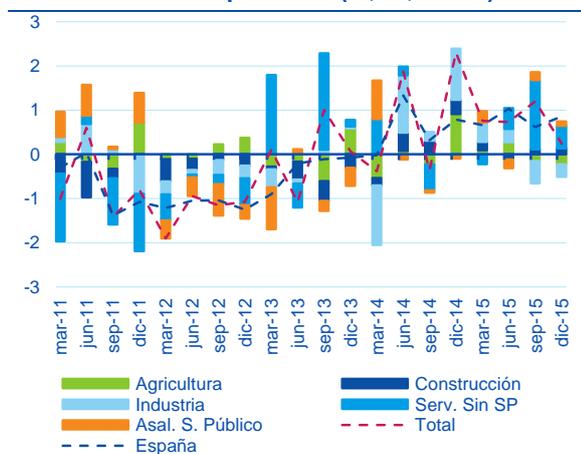
En conjunto, los datos conocidos de la **Encuesta de Población Activa (EPA)** confirman la **evolución positiva del mercado laboral**. La ocupación creció un 4,0% en 2015, 1 pp por encima del agregado nacional. Esta evolución permitió cerrar el ejercicio con 54 mil empleos más (CVEC) que en el último trimestre de 2014.

Por sectores, el empleo privado en el sector servicios retomó su papel de actor principal en la creación de empleo regional durante el segundo semestre del año. No obstante, la industria valenciana, pese a la corrección sufrida en los últimos seis meses del año, aportó el 40% de la creación neta de empleo en la región durante 2015. Lo anterior tiene especial relevancia al tener en cuenta que la industria valenciana ha mostrado de manera recurrente en los últimos cuatro años unos crecimientos de las ratios de productividad superiores a las registradas por el conjunto de la industria española.

Lo anterior, sumado a un contexto de reducción del número de desempleados, ha permitido **una caída de la tasa de paro superior a 3 puntos porcentuales respecto a 2014. En consecuencia, en el último trimestre del año, la tasa de desempleo se ha situado por debajo del 22%, hecho insólito desde 2009** (véase el Gráfico 3.22). Con todo, y pese a los claros síntomas de recuperación del mercado laboral, el desempleo en la región se mantiene 14 pp por encima de su nivel en 2007.

Gráfico 3.21

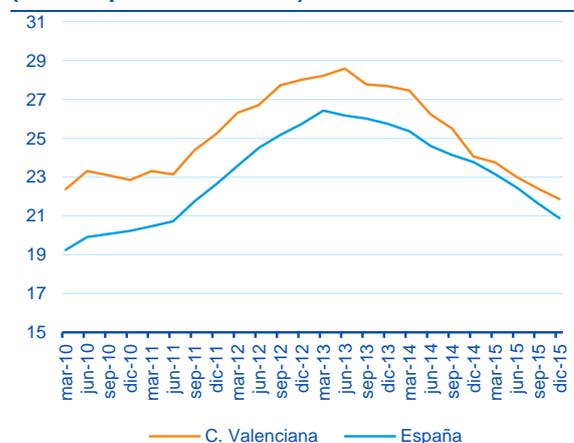
C. Valenciana: evolución y contribuciones al crecimiento del empleo EPA (%; t/t; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.22

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Escenario 2016-2017: se estabiliza el crecimiento en torno al 2,7% anual

La inercia mostrada por la economía valenciana y el panorama económico europeo sostienen un escenario en el que la recuperación de la actividad en la región se consolida, pese a un entorno de riesgos crecientes. Como se adelanta en la introducción de esta sección, se espera un aumento del PIB del 2,7% en 2016 y 2017, apoyado en factores tanto externos como internos. **Este crecimiento sostenido permitiría la creación neta de 120 mil empleos en este bienio y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17% a finales de 2017.**

A nivel externo, la economía mundial seguirá creciendo ligeramente por encima del 3,0%, lo que unido a la caída en el precio del petróleo sustentará el aumento de las exportaciones de bienes y del turismo. La desaceleración de China y Latinoamérica y la apreciación del euro frente a las principales divisas emergentes podrían reorientar el crecimiento de las ventas exteriores hacia Europa y las economías desarrolladas. **A nivel doméstico, el crecimiento se apoyará en una política monetaria expansiva, en la dilación del proceso de consolidación fiscal, en la corrección de ciertos desequilibrios internos, en los efectos de las reformas implementadas y en los cambios en la estructura productiva.** Entre estos últimos destaca la reorientación de la inversión hacia el sector industrial y de la demanda agregada hacia las exportaciones.

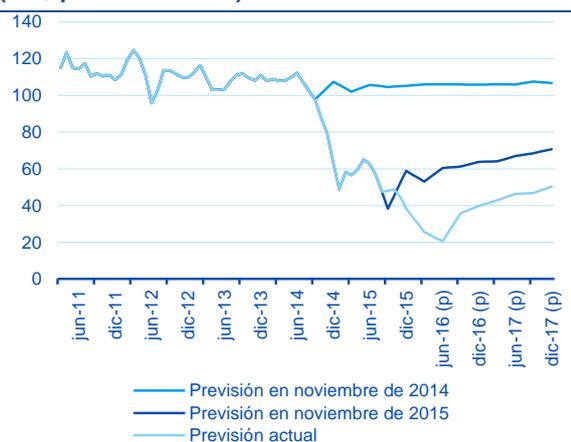
El precio del petróleo y la política monetaria seguirán soplando a favor

Los bajos precios del petróleo dan un nuevo impulso a la actividad. La caída de los precios del crudo está siendo más aguda y persistente de lo esperado en la anterior edición de esta revista. En concreto, el precio del barril tipo Brent ha disminuido hasta situarse en torno a los 35 dólares al cierre de este informe, cerca de un 40% por debajo de su precio a comienzos del tercer trimestre de 2015 y un 70% menor que el precio al cierre del primer semestre de 2014, cuando se produjo el primer cambio de tendencia (véase el Gráfico 3.23). Lo anterior favorecerá el consumo, los márgenes empresariales, la inversión y los flujos comerciales, resultando en **un impulso de un punto porcentual al crecimiento en 2016**¹³ (véase el Gráfico 3.24).

13: Para más detalles sobre los impactos del precio del petróleo en la economía valenciana, véase el Recuadro 1 de la Revista Situación Comunitat Valenciana Primer Semestre 2015, disponible en: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/02/Situacion_Valencia_Feb15-R1.pdf

La política monetaria sustentará el crecimiento. Ante el aumento de los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la inflación de la economía europea, **el BCE ha ratificado su disposición a utilizar todos los instrumentos estabilizadores disponibles si fuera necesario**¹⁴. En el escenario más probable, se espera que estas medidas –junto con las expectativas de que la Reserva Federal continúe el proceso de normalización de la política monetaria en los EE. UU. contribuyan a mantener depreciado el tipo de cambio del euro frente al dólar y a contener los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la inflación en la zona euro.

Gráfico 3.23
Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.24
Gasto en transporte de los hogares y efecto de la caída del petróleo en el PIB



Fuente: BBVA Research

La política fiscal mantendrá un carácter expansivo

Para el presente año se espera que el ciclo económico vuelva a contribuir a la reducción del déficit de la Generalitat. No obstante, **los presupuestos aprobados para 2016 no incluyen medidas que compensen la desviación sobre el objetivo de 2015 y continúan con la política expansiva iniciada el año anterior.** En concreto, los presupuestos muestran una expansión del gasto no financiero del +0,4% en 2016, cifra alejada del -1,1% que, teniendo en cuenta los ingresos previstos, sería necesario para alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria en el presente ejercicio (véase el Gráfico 3.6). Como consecuencia, y en ausencia de nuevas medidas de ajuste fiscal, resulta probable un nuevo incumplimiento del objetivo de estabilidad también en 2016.

14: En diciembre, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria ya adoptó, entre otras medidas, el recorte del tipo de la facilidad de depósito en -10pb hasta el -0,3% y la extensión del programa de compra de activos seis meses más, hasta marzo de 2017. Más recientemente, el CG adelantó que volverá a reconsiderar la postura de la política monetaria en la próxima reunión de marzo, lo que podría dar lugar a una nueva flexibilización de las medidas no convencionales o, incluso, a recortes adicionales de los tipos de interés. Para más detalles véanse los Observatorios BCE de BBVA Research publicados el 3 de diciembre de 2015 y el 21 de enero de 2016. Disponibles en <https://goo.gl/GA306o> y <https://goo.gl/Etwfso>

La demanda doméstica privada rueda sobre un terreno favorable

La creación de empleo, la menor presión fiscal y la ausencia de presiones inflacionistas impulsarán la renta real disponible durante los próximos trimestres y compensarán el ocaso de algunos estímulos transitorios, como el plan PIVE. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria y la mejora de las condiciones de financiación ligadas a unos tipos de interés oficiales históricamente bajos también incentivarán el consumo privado. Por el contrario, la caída de las cotizaciones bursátiles en la primera parte del año reducirá la contribución de la riqueza financiera al crecimiento del consumo¹⁵.

Varios factores seguirán propiciando el crecimiento de la inversión. En primer lugar, el incremento tanto de la demanda doméstica como de las exportaciones continuará incentivando la ampliación de la capacidad instalada. En segundo lugar, el tono expansivo de la política monetaria asegurará el mantenimiento del coste de la financiación en niveles reducidos y el aumento de las nuevas operaciones de crédito. Finalmente, la nueva caída de los precios del petróleo supondrá un ahorro de costes y, con ello, el incremento de los márgenes empresariales y la liberación de recursos adicionales que podrán ser destinados a inversión productiva. **Respecto al sector inmobiliario, cabe esperar que el crecimiento económico tanto de la región como del resto de España y de la UEM siga repercutiendo positivamente en la demanda residencial.** En cualquier caso, y aunque el nivel de precios se aleja de niveles mínimos, el sector todavía se encuentra en una recuperación incipiente, por lo que la actividad constructora se mantendrá en volúmenes relativamente bajos. Además, el aumento de la incertidumbre contemplado en el escenario económico podría incidir negativamente en las decisiones de inversión.

El sector exterior mantendrá una dinámica positiva

La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes, junto con la apreciación del tipo de cambio del euro respecto a las divisas de estos países, **supone un entorno algo menos favorable para las exportaciones valencianas en el corto plazo.** Sin embargo, la tendencia de las ventas al exterior sigue siendo positiva y, en el escenario más probable no se verá truncada por la recuperación del mercado doméstico (véase el Recuadro 2 de esta publicación). Más aún, el crecimiento previsto de la economía mundial para el bienio 2016-2017, la recuperación de la demanda en la UEM, el abaratamiento de los costes de transporte como consecuencia de la caída de los precios del petróleo y las inversiones llevadas a cabo en la región (véase el Gráfico 3.7) siguen contribuyendo al dinamismo de las ventas al exterior de bienes y servicios valencianos.

Se generarán 120 mil empleos en el próximo bienio

El escenario planteado a lo largo de esta publicación es consistente con una creación de empleo cercana a los 120 mil empleos en la región entre 2016 y 2017. En este contexto, se enlazarán cuatro años consecutivos de crecimiento económico, que permitirán recuperar la mitad de los puestos de trabajo destruidos durante la crisis. No obstante, el número de ocupados aún será un 10% inferior al alcanzado en el cuarto trimestre de 2007 y la tasa de desempleo se mantendrá siete puntos por encima (véase el Gráfico 3.25).

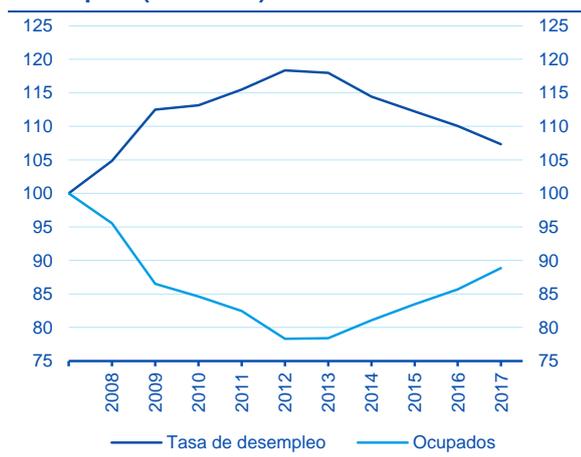
15: Las estimaciones de BBVA Research indican que una reducción de la riqueza financiera neta real de un 1% trimestral provocaría un descenso acumulado del consumo privado nacional de casi el 0,1% durante los siguientes 4 trimestres.

La Comunitat Valenciana enfrenta un horizonte considerablemente más incierto

A pesar de que la economía valenciana continúa creciendo a un ritmo saludable, algunos riesgos externos e internos se mantienen o, incluso, la probabilidad de que se produzcan se ha incrementado. Entre los primeros, se advierten los asociados a la desaceleración de China y las economías emergentes, a los que se suma los efectos perniciosos en las economías productoras de petróleo de una caída aguda y prolongada de los precios del crudo. A nivel europeo, en las últimas semanas algunos indicadores de coyuntura se han resentido más de lo esperado¹⁶, aumentando las dudas sobre la velocidad de la recuperación de la economía en la eurozona.

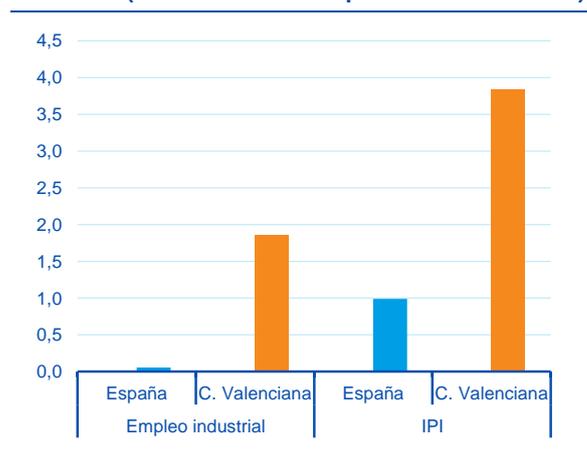
En España, la incertidumbre respecto a la política económica ha aumentado y no se puede descartar que ejerza mayor presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo¹⁷. A nivel regional el foco se mantiene en la sostenibilidad de las cuentas públicas. El ejercicio 2015 habría finalizado previsiblemente con un déficit fiscal superior al 2,0% del PIB valenciano y la deuda pública, con una ratio superior al 40%, se mantiene como la más elevada a nivel regional. Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas incide en la capacidad para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior. Por tanto, hacia delante, es necesario un plan ordenado que permita reducir los riesgos e incertidumbre sobre el crecimiento futuro. Finalmente, cabe destacar el deterioro del empleo industrial en los últimos meses del año. La industria valenciana ha contribuido de manera directa a la recuperación económica de la región durante los últimos ejercicios, en una combinación virtuosa de creación de empleo e incrementos de productividad (véase el Gráfico 3.26). Los registros del último semestre de 2015 muestran una ligera desaceleración del empleo industrial en la región. Si bien en el pasado algunas desaceleraciones han tenido un carácter transitorio, debido a restricciones temporales de la oferta derivadas de ampliaciones en la capacidad productiva, un truncamiento del crecimiento tendencial podría debilitar la actividad de la economía valenciana.

Gráfico 3.25
C. Valenciana: ocupados EPA y tasa de desempleo (1T08=100)



(p): previsión. Datos fin de periodo.
Fuente: BBVA Research a partir de EPA

Gráfico 3.26
Empleo en la industria e Índice de Producción Industrial (crecimiento anual promedio 2013-2015)



Fuente: BBVA Research a partir de EPA e INE

16: Para un análisis detallado, véase el Flash Eurozona | Los PMIs apuntan a que la economía se resiente más de lo esperado, disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/eurozona-los-pmis-apuntan-a-que-la-economia-se-resiente-mas-de-lo-esperado/>

17: Para un análisis detallado véase el Recuadro 1 de la revista Situación España Primer Trimestre de 2016

Cuadro 3.4

Crecimiento del PIB por CC. AA. (%)

	2013	2014	2015	2016	2017
Andalucía	-1,9	1,0	3,0	2,8	2,8
Aragón	0,0	1,4	2,7	2,8	2,9
Asturias	-3,6	0,5	2,6	2,0	2,4
Baleares	-1,6	1,2	3,8	3,5	3,3
Canarias	-0,8	1,7	3,2	3,2	2,9
Cantabria	-3,7	1,0	2,6	2,5	2,5
Castilla y León	-2,6	1,0	2,6	2,4	2,3
Castilla-La Mancha	-0,4	0,3	3,3	3,0	3,1
Cataluña	-1,4	1,6	3,3	2,8	2,5
Extremadura	-0,8	1,3	2,9	2,1	2,6
Galicia	-1,6	0,4	2,0	2,2	2,1
Madrid	-1,9	1,6	3,8	2,9	3,0
Murcia	-1,2	1,8	3,1	2,7	3,2
Navarra	-1,4	1,6	3,3	2,6	2,8
País Vasco	-2,7	1,3	2,5	2,4	2,6
Rioja (La)	-2,7	2,0	3,7	3,0	3,1
C. Valenciana	-1,3	1,9	3,5	2,7	2,7
España	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7

Fecha: febrero de 2016

Fuente: BBVA Research e INE

Recuadro 1. Análisis de la situación económica de la Comunitat Valenciana, a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Cuarto trimestre de 2015¹⁸

Los resultados de la encuesta de actividad económica correspondiente al cuarto trimestre de 2015, realizada a comienzos de 2016, son consistentes con una economía que siguió creciendo, aunque a un ritmo algo menor que los trimestres anteriores. Los datos de esta oleada muestran un aumento progresivo de quienes observan una estabilización, pero con un bajo porcentaje de encuestados que observen reducción de actividad económica (en torno al 5% de los encuestados). Así, se enlazan once trimestres consecutivos con saldos netos de respuesta positivos (véase el Gráfico R1.1).

El saldo neto de respuestas sobre la actividad en el trimestre se mantiene en positivo en los últimos tres meses del año, alejándose del máximo histórico observado en el primer trimestre de 2015, pero todavía por encima del cierre de 2014.¹⁹ El porcentaje de encuestados que perciben un peor desempeño de la economía se mantiene muy reducido (en torno al 5% de los encuestados), aunque aumentan progresivamente los que consideran que la actividad se estabilizó frente al trimestre anterior.

El saldo algo menos positivo en el cuarto trimestre (+21 p.p., frente al +28 p.p. del trimestre anterior o el máximo histórico de +43 p.p. del primer trimestre),²⁰ confirma la ligera desaceleración a lo largo del año 2015 (véase el Cuadro R1.1). Además, las expectativas para el siguiente trimestre también se moderan (+31 p.p. de saldo neto de respuestas, frente a +41 p.p. de la oleada anterior y +67 p.p. del máximo anual a inicios de año) y se sitúan ligeramente por debajo del registro de hace un año (+44 p.p.). En conjunto, esta señal es consistente con las previsiones de BBVA Research presentadas a lo largo de esta publicación, en las que se pronostica una desaceleración de la economía

tras el fuerte crecimiento observado en la primera parte de 2015, fruto del agotamiento de algunos de los vientos de cola que impulsaron el crecimiento previamente y de un grado de incertidumbre particularmente elevado.

Los indicadores de turismo, servicios y sector exterior siguen siendo los que muestran un mayor dinamismo, pese a que el saldo de respuestas es ahora algo menos positivo que en trimestres anteriores (véase el Gráfico R.1.2). Así, los empleados de BBVA mantienen una percepción mayoritariamente positiva sobre el turismo, consistente con el récord de visitantes en la Comunitat Valenciana. En parte favorecidos por lo anterior, la inversión y el empleo en los servicios se mantienen como los indicadores con saldos más favorables en esta oleada de la encuesta. Por el contrario, las exportaciones se mantienen elevadas (y por encima de lo obtenido en 4T14), pero se desaceleran, en línea con lo que muestran los indicadores de la industria y la agricultura. Finalmente, la construcción continua mejorando, lo que también es consistente con el ritmo de los visados para la realización de obras de vivienda.

En síntesis, los resultados de la encuesta BBVA se muestran en línea con las perspectivas económicas de BBVA Research, destacando la fortaleza del sector turístico y de servicios. Asimismo, **la Encuesta BBVA de Actividad Económica en la Comunitat Valenciana confirma que la economía valenciana mantiene un crecimiento sostenido que se extenderá también al primer trimestre de 2016**, aunque a ritmos más suaves que el trimestre anterior y con mayores incertidumbres.

18: Desde el segundo trimestre de 2012, BBVA Research amplió a la Comunitat Valenciana uno de sus proyectos más relevantes de análisis regional: la realización de encuestas a empleados de la red de oficinas. En particular, la Encuesta BBVA de Actividad Económica es una herramienta actual, recurrente y rápida sobre la evolución reciente de la economía en la región y sus perspectivas en el corto plazo. Para más detalles sobre el funcionamiento de la Encuesta, véase Situación España Recuadro 1, Encuesta BBVA de Actividad Económica. Una herramienta de seguimiento temprano del pulso de la economía. Situación España, 2º trimestre de 2014, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

19, 20: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

Gráfico R.1.1

C. Valenciana: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2

Encuesta BBVA de Actividad Económica en la C. Valenciana. Saldos de respuestas. Variables seleccionadas



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1

Encuesta BBVA de Actividad Económica en la C.Valenciana. Resultados generales

(% de respuestas)	4º Trimestre 2015			3er Trimestre 2015			4º Trimestre 2014		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	26	69	5	36	57	8	31	57	13
Perspectiva para el próximo trimestre	37	57	6	43	54	3	46	51	3
Producción industrial	26	67	7	38	59	2	29	64	7
Cartera de pedidos	24	65	11	38	54	8	34	53	13
Nivel de estocs	11	81	8	22	75	3	12	78	10
Inversión en el sector primario	7	82	11	13	84	3	9	85	7
Inversión industrial	13	83	5	25	66	9	12	81	7
Inversión en servicios	39	58	4	36	55	8	33	59	8
Nueva construcción	31	60	9	28	59	13	18	70	12
Empleo industrial	26	69	5	31	65	5	22	67	10
Empleo en servicios	41	50	8	41	45	15	33	61	7
Empleo en construcción	20	73	7	22	66	12	9	74	17
Precios	3	82	14	4	85	11	2	75	24
Ventas	43	51	6	32	62	6	36	58	6
Turismo	47	52	1	65	31	3	35	59	6
Exportaciones	31	66	3	39	60	2	30	57	13

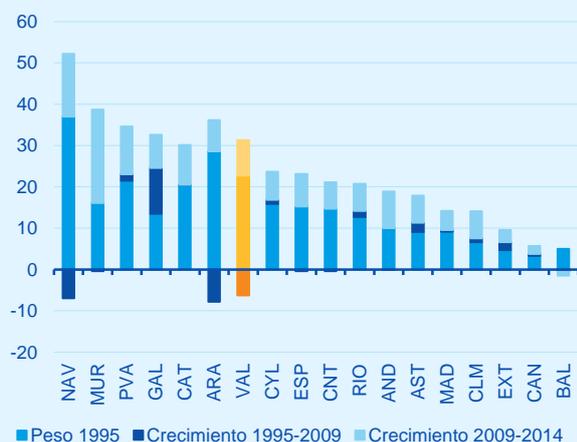
Fuente: BBVA

Recuadro 2. ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones?

El crecimiento de las exportaciones puede ser clave durante los próximos años para mantener la recuperación y promover el desapalancamiento ordenado frente al resto del mundo. En particular, **la importancia de las ventas al exterior se ha visto reforzada tras el estallido de la crisis y el desplome de los mercados domésticos**. Por ejemplo, durante la última recesión, la caída del PIB en la economía española habría sido 9 puntos porcentuales (pp) más profunda que la observada en ausencia de la contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento. En este contexto, las exportaciones de bienes han aumentado su relevancia en la economía española, hasta alcanzar el 23% del PIB nominal, 8 pp por encima de su peso en 2009. **En el caso de la Comunitat Valenciana, esta ratio de exportaciones sobre PIB supera el 25% tras haberse incrementado 9 pp en los últimos cinco años** (véase el Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1

CC. AA.: peso de las exportaciones sobre el PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

¿Qué explica la evolución de las exportaciones de bienes durante el último ciclo recesivo?

Numerosos estudios²¹ encuentran que el comportamiento de los determinantes tradicionales, como la demanda mundial y el tipo

de cambio efectivo real, no ha sido suficiente para explicar la expansión reciente de las exportaciones en las economías de la UEM, en un entorno de desaceleración del crecimiento global y de rigidez del tipo de cambio nominal frente a los principales socios comerciales.

El presente recuadro trata de explicar el excepcional crecimiento de las exportaciones valencianas a partir de la influencia de las presiones de la demanda doméstica sobre la actividad exportadora.

Los **resultados** indican que:

- **Los determinantes tradicionales de las exportaciones de bienes muestran unas elasticidades en línea con la literatura reciente.** En el largo plazo, el incremento de la demanda mundial se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al crecimiento de las exportaciones, mientras que una depreciación del 1% del tipo de cambio efectivo real impulsa las exportaciones regionales en torno a 0,4 pp.
- **El consumo privado interno parece ejercer un efecto sustitución sobre la actividad exportadora.**
- **La influencia de la evolución de la demanda doméstica sobre las exportaciones es asimétrica, siendo más fuerte (y significativa) cuando el consumo doméstico cae.** En concreto, se estima que la **contracción del consumo doméstico explica cerca del 50% del crecimiento de las exportaciones valencianas de bienes entre 2010 y 2013**. Por el contrario, la recuperación de la demanda interna habría tenido un efecto poco significativo sobre la actividad exportadora. En consecuencia, no se esperan presiones a la baja sobre las exportaciones causadas por el crecimiento de la demanda doméstica a medio plazo.

21: Ver por ejemplo BCE (2013), IMF (2013) o BdE (2015).

Las siguientes secciones desarrollan la metodología empleada, seguida de las conclusiones principales.

Modelo, variables y resultados

Con el objetivo de conocer qué factores explican el comportamiento de las exportaciones regionales²², **se ha estimado un modelo dinámico de datos de panel para las comunidades autónomas entre 1997 y el primer trimestre de 2015**²³. En la especificación elegida, las exportaciones no energéticas dependen en el largo plazo de la demanda internacional y de la competitividad-precio regional. Estas variables se construyen, respectivamente, como una media ponderada de los PIBs reales de los principales socios comerciales de cada región y como un tipo de cambio efectivo real basado en los Índices de Precios al Consumidor (IPC) regionales. Las desviaciones respecto al nivel de equilibrio de largo plazo son causadas por las variaciones trimestrales de la demanda extranjera y de la competitividad-precio.

Los resultados sugieren que las exportaciones regionales de bienes responden positivamente a cambios en la demanda de los principales socios comerciales y negativamente a apreciaciones del tipo de cambio efectivo real. En concreto, las elasticidades se muestran en línea con la literatura más reciente (BdE (2012), BdE (2015)). A largo plazo, el crecimiento de la demanda mundial se traslada con una elasticidad cercana a la unidad al incremento de las exportaciones regionales, mientras que una apreciación del 1% del tipo de cambio efectivo real reduce las ventas al exterior en torno a 0,4 pp (véase columna "Estimación tradicional" del Cuadro R.1.1).

Estos coeficientes son ligeramente inferiores a los obtenidos a lo largo de la década los 90 (véase Buisán y Gordo (1994), Doménech y Taguas (1996) o García y Gordo (1998)). Varios factores

subyacen a esta reducción de las elasticidades. En primer lugar, como se destaca en BCE (2014) y Gopinath (2015), el mayor grado de participación de España en las cadenas globales de valor, podría haber modificado la sensibilidad de las exportaciones a variaciones de la demanda global y de la competitividad. Asimismo, en línea con lo expuesto en BdE (2015), el comienzo de la muestra en los últimos años de los 90, impide recoger las devaluaciones de la peseta durante la primera parte de la década. La estimación se concentra en un periodo en el que el tipo de cambio nominal no representa un instrumento de política económica. Finalmente, Ortega *et al.* (2007) sugieren que la sensibilidad de las exportaciones a los precios relativos podría haber disminuido debido a factores relacionados con la calidad y diferenciación de los productos.

En el corto plazo, se encuentra que las variaciones trimestrales de la competitividad-precio parecen no ejercer un efecto significativo de manera contemporánea sobre la actividad exportadora. Por su parte, la elasticidad de las exportaciones de bienes respecto a incrementos trimestrales de la demanda mundial se estima en el 2,2. Finalmente, se obtiene que las desviaciones del corto plazo respecto al nivel de equilibrio se corrigen en torno a un 40% cada trimestre.

En una segunda etapa, se estima la relación entre el consumo interno y la actividad exportadora, a fin de comprobar si este factor ayuda a explicar parte del excepcional crecimiento de las exportaciones durante el último ciclo recesivo. Para ello, se construye un indicador sintético de consumo privado regional (ISCR-BBVA) a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles: matriculaciones de vehículos, ventas minoristas, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo y consumo interno nacional²⁴ (véase el Gráfico R.2.2). La metodología utilizada para la construcción del

22: Debido a su alta volatilidad, se ha extraído el componente energético de las exportaciones de bienes.

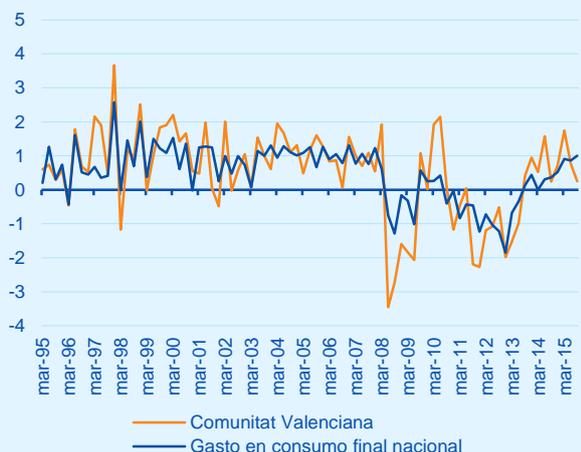
23: Véase el Anexo para una información más detallada de la metodología empleada.

24: Se han seleccionado únicamente indicadores de consumo, ya que el efecto de la inversión de la demanda doméstica sobre las exportaciones podría ser bidireccional en la medida que éstas aumenten la capacidad productiva instalada.

indicador se basa en el análisis de componentes principales²⁵.

Gráfico R.2.2

C. Valenciana y España: indicador sintético de consumo regional y consumo interno nacional (t/t, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas, DGT e INE

Los resultados de la segunda regresión, que incluye el indicador sintético de consumo, presentan unas elasticidades de los determinantes tradicionales de las exportaciones consistentes con las obtenidas en la primera especificación (véase columna “Estimación tradicional + Consumo” del Cuadro R.2.1). Además, se aprecia **una relación negativa entre el consumo interno regional²⁶ y el crecimiento de las exportaciones**, si bien este coeficiente se muestra débilmente significativo. Desde un punto de vista teórico, la relación entre demanda doméstica y exportaciones no es directa, ya que existen argumentos a favor tanto de la presencia de efectos sustitución como de posible complementariedad. No obstante, como demuestran Melitz (2003) y Vanoorenberghe (2012), ante restricciones de capacidad productiva, puede existir un *trade-off* entre las ventas en el mercado doméstico y el exterior, dado que las empresas reaccionan a un choque en un mercado mediante el ajuste de sus ventas en el otro mercado. De ello se desprende que las

exportaciones puedan ser una función negativa de las ventas domésticas, particularmente pronunciada en situaciones de baja utilización de la capacidad productiva.

Más aún, **la relación entre la demanda interna y las exportaciones puede ser asimétrica**. Como sugieren Belke *et al.* (2012), en periodos de estrés doméstico, ante la insuficiencia de la demanda interna en relación con la capacidad productiva instalada, las empresas tratan de sustituir las ventas domésticas por ventas al extranjero y aumentan su predisposición a hacer frente a los costes de expansión internacional. No obstante, una vez asumidos los costes hundidos de internacionalización y habiendo ajustado la inversión y producción para el consumidor extranjero, parece poco probable que las empresas reviertan el proceso, por lo que el crecimiento de las ventas dentro de las fronteras puede tener un efecto complementario con las exportaciones. De este modo, las ganancias de cuota exportadora podrían tener un carácter estructural.

Esta asimetría en la elasticidad de las exportaciones frente al consumo interno se aprecia en la tercera especificación del Cuadro R.2.1 (véase la columna “Estimación tradicional + Consumo asimétrico”). En ella, la variable de consumo está truncada en dos variables. La primera, “Consumo interno +”, recoge las variaciones positivas del consumo; la segunda, “Consumo interno-”, refleja las caídas del consumo.

Los resultados de esta estimación sugieren que sólo las caídas de consumo interno ejercen un impacto significativo en la actividad exportadora. En concreto, se encuentra que la actividad exportadora muestra una elasticidad cercana a la unidad ante caídas del consumo interno. Así, **la contracción de la demanda doméstica valenciana habría impulsado las exportaciones más de 3 puntos**

25: Para una información detallada de esta metodología, véanse Pearson, K. (1901). “On Lines and Planes of Closest Fit to Systems of Points in Space”. *Philosophical Magazine* 2 (11): 559–572. y Stock, J y Watson, M. “Forecasting Using Principal Components From a Large Number of Predictors” *Journal of the American Statistical Association* Dec. 2002, Vol.97, No 460, Theory and Methods.

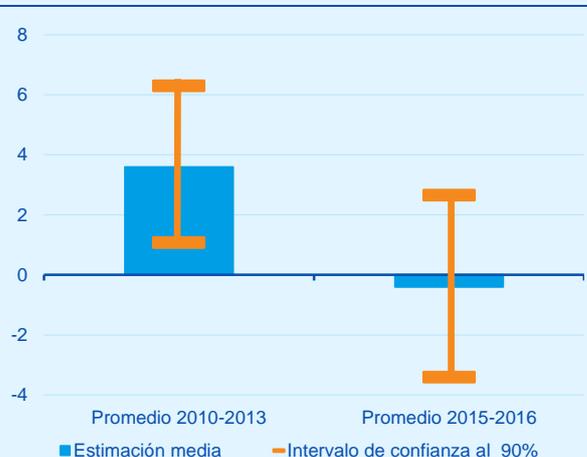
26: La estimación señala un coeficiente negativo asociado a la evolución del consumo interno retardado dos periodos, en línea con lo expuesto en BCE (2015) y tres periodos en BdE (2015), reflejando el tiempo que necesitarían las empresas para iniciar o aumentar su actividad exportadora.

porcentuales al año (en línea con lo estimado para el agregado nacional²⁷), lo que explicaría el 50% del crecimiento de las exportaciones regionales de bienes entre 2010 y 2013 (40% para España). Por el contrario, la baja significatividad asociada a las variaciones positivas del consumo interno no permite identificar con claridad si éste ejerce un efecto sustitución sobre las ventas al exterior o si, por el contrario, se comportan de manera complementaria. En este sentido, **no se esperan presiones a la baja sobre la actividad exportadora causadas por la actual recuperación de la demanda doméstica** (véase el Gráfico R.2.3).

Finalmente, cabe destacar que la inclusión de las variables de consumo no alteran la significatividad ni los coeficientes de las variables tradicionales.

Gráfico R.2.3

C. Valenciana: contribuciones del consumo interno al crecimiento de las exportaciones de bienes (Promedio anual e intervalo de confianza, %)



Fuente: BBVA Research e INE

Cuadro R.2.1

CC.AA.: estimaciones de los determinantes del crecimiento de las exportaciones de bienes (1T1997-1T2015)

	Estimación tradicional		Estimación tradicional + Consumo		Estimación tradicional + Cons. asimétrico	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Relación de largo plazo						
Demanda extranjera	0,954	0,000	0,972	0,000	0,976	0,000
Competitividad	-0,351	0,003	-0,408	0,000	-0,463	0,000
Relación de corto plazo						
Coefficiente de convergencia al eq.	-0,368	0,000	-0,403	0,000	-0,390	0,000
Δ Demanda extranjera	2,234	0,000	2,577	0,000	2,705	0,000
Δ Competitividad	-0,005	0,180	-0,006	0,148	-0,005	0,194
Δ Consumo interno			-0,579	0,082		
Δ Consumo interno +					-0,133	0,826
Δ Consumo interno -					1,076	0,021
Log Likelihood	1195,3		1209,3		1222,8	
# de obs. (NxT)	1241					

(*) Cambio de signo en "Consumo interno -" para facilitar la interpretación
Fuente: BBVA Research e INE

27: Véase Recuadro 1 Situación España 4T15 para un análisis detallado de los resultados para el conjunto de la economía española. Disponible en https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/11/Situacion_Espana_4T15_R1.pdf

Conclusiones

En este estudio se ha elaborado un análisis de los determinantes de las exportaciones de bienes mediante un modelo dinámico de datos de panel para las comunidades autónomas españolas. Los resultados confirman que **las exportaciones responden positivamente a cambios en la demanda de los principales socios comerciales y negativamente a apreciaciones del tipo de cambio efectivo real.**

Asimismo, se encuentra que **el consumo interno parece ejercer un efecto sustitución sobre las ventas exteriores**, lo que promueve la reasignación de recursos entre mercados domésticos y extranjeros.

Finalmente, se evidencia que **la relación entre el crecimiento de la demanda interna y el de las ventas al exterior es asimétrica. Se encuentra que solo las caídas del mercado doméstico tienen un efecto significativo sobre la actividad exportadora**, al impulsar la reorientación de las ventas y al hacer a las empresas más proclives a asumir los costes de internacionalización.

Así, en un entorno de debilidad de los principales socios comerciales y de rigidez del tipo de cambio nominal, **la contracción de la demanda doméstica podría haber impulsado la actividad exportadora valenciana más de 3 puntos porcentuales al año entre 2010 y 2013, lo que explicaría el 50% del crecimiento registrado en el periodo.** Por el contrario, el impacto de las variaciones positivas de la demanda interna y su posible efecto sobre las exportaciones – sustitución o complementariedad- no parece ser significativo. En este sentido, una vez asumidos los costes hundidos de internacionalización y las economías de escala que podrían generarse, parece poco probable que las empresas de la C. Valenciana reviertan esta expansión de su actividad exportadora pese a la actual recuperación del mercado doméstico.

Referencias

- BBVA Research, Situación España Cuarto Trimestres 2013. "Hechos estilizados del ciclo económico español"
- Belke, A., A. Oeking and R. Setzer (2014) "Exports and capacity constraints — a smooth transition regression model for six euro area countries", ECB Working Paper no. 1740, European Central Bank.
- Bobeica, E., Esteves, P. S., A. Rúa y Staher, K. (2014). Exports and domestic demand pressure: a dynamic panel data model for the euro area countries, Working Papers 2014, 15, Banco de Portugal.
- Esteves, P. S. and Rúa, A. (2013) "Is there a role for domestic demand pressure on export performance?", ECB Working Paper no 1594, European Central Bank.
- García, C., Gordo, Martínez-Martín y Tello (2009). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- García, C. y Prades, E. (2015). "Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española", Boletín Económico, Abril 2015, Banco de España.
- Gopinath, G. 2015. "The International Price System." NBER Reporter.
- Hall, P. A. (2012) "The economics and politics of the euro crisis", German Politics, 21(4), 355-371.
- International Monetary Fund (2013) "External rebalancing in the euro area", IMF World Economic Outlook, October, 45-48.
- Melitz, M. (2003) "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", Econometrica, 71(6), 1695-1725.
- Ortega, Burriel, Fernández, Ferraz y Hurtado (2007). Actualización del Modelo Trimestral del Banco de España, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.

Pedroni, P. (1999). Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, 653–670.

Pedroni, P. (2004). Panel Cointegration. Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled

Pesaran, M. H., and R. P. Smith. 1995. Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of Econometrics* 68: 79–113.

Pesaran, M. H., Y. Shin, and R. P. Smith. 1997. Estimating long-run relationships in dynamic heterogeneous panels. *DAE Working Papers Amalgamated Series* 9721.

1999. Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association* 94: 621–634.

Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis. *Econometric Theory* 20, 597–625.

Understanding global trade elasticities: what has changed? *ECB Monthly Bulletin* July 2014,

Vannoorenberghe, G. (2012) "Firm-level volatility and exports", *Journal of International Economics*, 86, 57-67.

Westerlund, J. (2005). New Simple Tests for Panel Cointegration. *Econometric Reviews* 24, 297–316.

Anexo

Este recuadro investiga los determinantes del crecimiento de las exportaciones de bienes mediante un modelo de corrección de error con datos de panel regionales. Siguiendo Pesaran y Smith (1995) y Pesaran, Shin y Smith (1997, 1999), se asume que las exportaciones de bienes

regionales siguen un proceso autorregresivo de retardos distribuidos (ADRL) $(1, q_1, \dots, q_{1k})$:

$$X_{it} = \lambda X_{it-1} + \sum_{j=0}^q \delta'_{ij} Z_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \\ (t = 1997q_1, \dots, 2015q_1) \quad [1]$$

Donde $Z_{i,t-j}$ es un vector $k \times 1$ de variables explicativas (en este caso, el PIB real de los principales socios comerciales como *proxy* de la demanda extranjera, el tipo de cambio efectivo real (REER) como *proxy* de la competitividad-precio, y un indicador sintético del consumo interno regional (ICI). μ_i es un efecto fijo de cada región y ε_{it} , un término de error independientemente distribuido a lo largo de i y t .

Si las variables están cointegradas²⁸ y los regresores son estrictamente exógenos²⁹ se puede expresar [1] como un mecanismo de corrección del error:

$$\Delta X_{it} = \phi_i (X_{it-1} - \theta'_i Z_{it}) + \lambda^* X_{it-1} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta'_{ij} \Delta Z_{i,t-j} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

donde $\phi_i = (\lambda_i - 1) < 0$ denota la velocidad de convergencia a la tasa de crecimiento de equilibrio de largo plazo, $\theta_i = \sum_{j=0}^q \delta_{ij} / (1 - \sum_k \lambda_{ik})$ representa la relación de equilibrio entre las variables y $\delta_{ij} = -\sum_{m=j-1}^q \delta_{im} j = 1, 2, \dots, q - 1$ el desequilibrio de corto plazo.

En el caso que nos ocupa, la ecuación finalmente estimada por máxima verosimilitud³⁰ es la siguiente:

$$\Delta X_{it} = \phi_i (X_{it-1} - \theta_{0i} - \theta_{1i} \ln PIB_{it} - \theta_{2i} \ln REER_{it}) + \delta_{3i} \Delta PIB_{it} + \delta_{4i} \Delta REER_{it} + \delta_{5i} \Delta ICI_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

28: Se han realizado test de raíces unitaria tanto de manera individual como en el marco de datos de panel, Pedroni (1999 y 2004) y Westerlund, J. (2005). Los test sugieren que las variables reales son $I(1)$. Los resultados de los contrastes de raíces unitarias y de cointegración en panel están a disposición del lector interesado.

29: Se han realizado test para comprobar la posible endogeneidad de las variables. Los resultados sugieren que podría existir una relación de endogeneidad contemporánea entre las exportaciones y el consumo interno, si bien esta relación desaparece con la variable ICI retardada dos trimestres.

36: El test de Hausman rechaza la existencia de diferencias sistemáticas entre la estimación mean-group (MG) y la estimación pooled mean-group (PMG). El estimador PMG es elegido por ser eficiente. La estimación PMG restringe la relación de largo plazo para ser idéntica entre regiones a la vez que permite unos coeficientes de corto plazo diferentes por comunidades.

30: Como se explicaba anteriormente, la variable ΔICI no se incluye en la primera estimación "tradicional" y se divide en dos para comprobar posibles asimetrías de la elasticidad en la "Estimación tradicional + Consumo asimétrico".

4 Cuadros

Cuadro 4.1

Principales indicadores de coyuntura de la economía de C. Valenciana

	2015		Crecimiento medio desde principio de año (a/a, %)		Último dato (m/m, %, CVEC)		Último mes
	C. Valenciana	España	C. Valenciana	España	C. Valenciana	España	
Ventas Minoristas	5,0	3,6	5,0	3,6	-0,5	-0,2	dic-15
Matriculaciones	26,3	22,9	26,3	22,9	10,9	-2,1	dic-15
IASS	6,0	4,7	6,0	4,7	-0,1	-0,2	dic-15
Viajeros Residentes (1)	6,9	6,1	11,0	9,6	1,1	1,4	ene-16
Pernoctaciones Residentes (1)	4,3	5,3	11,7	8,6	3,4	1,2	ene-16
IPI	6,0	3,2	6,0	3,2	1,0	-0,9	dic-15
Visados de Viviendas	55,5	34,8	55,5	34,8	39,0	29,9	nov-15
Transacciones de viviendas	9,7	10,9	9,7	10,9	-1,2	-2,5	dic-15
Exportaciones Reales (2)	12,0	3,4	12,0	3,4	-3,8	-0,5	dic-15
Importaciones	15,5	6,0	15,5	6,0	-1,4	-2,4	dic-15
Viajeros Extranjeros (3)	4,7	5,8	15,3	11,8	1,9	2,0	ene-16
Pernoctaciones Extranjeros (3)	6,1	3,9	21,2	8,0	4,6	-0,3	ene-16
Afiliación a la SS	4,1	3,2	3,7	3,2	0,2	0,1	ene-16
Paro Registrado	-8,9	-7,5	-9,6	-8,3	-0,9	-0,9	ene-16

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

Cuadro 4.2

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
PIB a precios constantes	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8	2,0
Consumo privado	0,7	-0,1	-1,3	-0,6	0,8	1,6	1,9	2,0
Consumo público	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,8	1,4	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,7	-3,2	-2,5	1,3	2,2	3,0	4,3
Inventarios (*)	1,0	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Demanda interna (*)	1,5	0,7	-2,3	-0,7	0,9	1,4	2,0	2,2
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	6,7	2,8	2,2	4,1	4,8	3,5	3,8
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,4	-0,9	1,3	4,5	5,1	4,3	4,7
Demanda externa (*)	0,5	0,9	1,5	0,4	0,0	0,1	-0,2	-0,2
Precios								
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	0,8	1,0	1,6
Mercado laboral								
Empleo	-0,5	0,2	-0,5	-0,6	0,7	1,2	1,1	1,1
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	10,1	11,3	12,0	11,6	10,9	10,2	9,5
Sector público								
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
Deuda (% PIB)	84,0	86,7	91,3	93,4	94,5	94,1	92,7	91,0
Sector exterior								
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,2	1,2	1,9	2,4	3,0	3,3	2,8

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
EEUU	2,2	1,5	2,4	2,4	2,5	2,4
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8	2,0
Alemania	0,6	0,4	1,6	1,5	1,9	1,8
Francia	0,2	0,7	0,2	1,1	1,4	1,7
Italia	-2,8	-1,8	-0,4	0,6	1,5	1,6
España	-2,1	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
Reino Unido	0,7	2,2	2,9	2,2	2,0	2,0
Latam *	2,9	2,7	0,8	-0,5	-0,9	1,9
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,2	2,6
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,0	1,3
Eagles **	5,8	5,6	5,2	4,6	4,7	5,0
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,6	3,9	3,9
Asia Pacífico	5,7	5,8	5,7	5,5	5,2	5,2
Japón	1,7	1,5	0,0	0,6	1,0	0,7
China	7,7	7,7	7,4	6,9	6,2	5,8
Asia (ex. China)	4,1	4,3	4,2	4,3	4,4	4,6
Mundo	3,4	3,3	3,4	3,2	3,2	3,5

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.4

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,13	2,19	2,62
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,54	0,54	0,75

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Tabla 4.5

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,93	0,89
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,07	1,12
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,54	1,65
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	127,89	129,92
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70	6,70

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.6

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

	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Actividad					
PIB real	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
Consumo privado	-3,1	1,2	3,1	2,8	2,5
Consumo público	-2,8	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación Bruta de Capital	-3,7	4,8	7,0	4,1	5,6
Equipo y Maquinaria	3,9	10,5	10,2	4,8	5,0
Construcción	-7,1	-0,2	5,3	3,8	5,9
Vivienda	-7,2	-1,4	2,4	4,2	8,2
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,6	3,7	2,9	3,0
Exportaciones	4,3	5,1	5,4	4,8	5,7
Importaciones	-0,3	6,4	7,5	5,8	6,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
PIB nominal	-1,1	1,0	3,8	4,1	5,2
(Miles de millones de euros)	1031,3	1041,2	1081,7	1125,7	1184,0
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	1,5	3,2	2,6	2,5
PIB sin construcción	-1,0	1,5	3,0	2,6	2,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,9	2,6
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,8	18,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,3	1,1	3,0	2,5	2,2
Productividad aparente del factor trabajo	2,0	0,3	0,1	0,2	0,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,9	1,3
Deflactor del PIB	0,7	-0,4	0,6	1,3	2,4
Remuneración por asalariado	1,7	-0,6	0,5	1,5	1,5
Coste laboral unitario	-0,2	-0,8	0,3	1,3	1,0
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,5	2,8	3,2
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	100,8	100,7	98,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,4	-5,8	-4,8	-3,4	-2,3
Hogares					
Renta disponible nominal	-0,8	0,9	2,1	3,6	3,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,2	9,8	9,4	10,2	9,5

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

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 de Economías Desarrolladas

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

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61
Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78
Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39
Ignacio Belenguer
ignacio.belenguer@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

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

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

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

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

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

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías**

Emergentes
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales**Escenarios Económicos**

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

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