

# Situación Cantabria

2014

Unidad de España

- Cantabria recupera el crecimiento en 2014 y lo acelerará en 2015
- La progresiva dinamización de la demanda interna, motor del crecimiento en la región
- El impacto de la revisión del crecimiento en Europa se contrarresta por una política monetaria más agresiva por parte del BCE
- Continuar con el impulso reformador será clave para lograr una recuperación intensa, sostenible y duradera

## Índice

1 Editorial	3
2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja	5
3 Perspectivas de crecimiento: Cantabria	8
Recuadro 1. Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria en el 3º Trimestre de 2014: sigue la expansión económica, con una visión más moderada sobre el cuarto trimestre del año	24
Recuadro 2. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional	26
Recuadro 3. ¿Cuál es la sensibilidad de Cantabria al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR	29
4 La financiación autonómica: datos para una negociación complicada	34
5 Tablas	42

**Fecha de cierre: 28 de noviembre de 2014**

## 1 Editorial

Como ya se anunciaba en el anterior número de esta publicación, correspondiente al segundo semestre de 2013, **se consolida la recuperación de la actividad, con perspectivas de mayor crecimiento y de creación de empleo en Cantabria.** Así, tras las primeras señales de crecimiento positivo en el último trimestre de 2013, **la economía regional comenzó a crear empleo desde el inicio de 2014**, si bien a un ritmo algo menor que el observado en el conjunto de España. Este escenario se ve **confirmado por los indicadores más térmicos, como el modelo MICA - BBVA Cantabria o la Encuesta BBVA de Actividad Económica** en la región (véase el Recuadro 1), que muestran que la economía ya habría consolidado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento. **Hacia delante, se espera que el dinamismo se mantenga** durante los próximos meses, como sucederá en el conjunto del país.

**Este avance estará apoyado tanto en la mejora de la demanda interna regional y española como en la recuperación del crecimiento en los principales países europeos.** En este sentido, los indicadores del consumo privado y exportaciones han experimentado una recuperación en el primer semestre del año. **En conjunto, las previsiones apuntan a un crecimiento de la economía cántabra del 0,9% en 2014 y del 1,7% en 2015.** Con todo, la mejoría se ha producido con retraso, y menos fuerza, que en el resto de España, aunque con una tendencia significativamente mejor que la que se observa en el resto de la UEM.

Este escenario se ve apoyado por varios factores que ya se anunciaron en la publicación anterior de 2013, pero también por otros que se han sucedido durante 2014. **En primer lugar, el crecimiento mundial se mantendrá fuerte, con una aportación cada vez mayor de las economías desarrolladas,** incluso considerando que éstas no se han acelerado como se esperaba. Por tanto, aunque la recuperación está siendo más moderada que en ciclos anteriores, se confirma un escenario de progresivo aumento del crecimiento global, donde la aceleración de la actividad se explicaría por la mejora prevista en las economías europeas -incluida España-, lo que debería permitir al sector exterior de la región retomar su dinamismo. **De cara a 2015, la rebaja de 6 décimas en las perspectivas de crecimiento para la UEM podría suponer un sesgo negativo sobre la actividad de la región de alrededor de 0,8 p.p. (véase el Recuadro 2). Sin embargo, otros factores podrían compensar en parte este impacto.**

Por ejemplo, en segundo lugar, y en respuesta a las menores expectativas de crecimiento para Europa, **el BCE ha puesto en marcha una política monetaria más agresiva, que incluye medidas de expansión y estímulo del crédito.** Estas medidas supondrán un apoyo en la recuperación para familias y empresas, castigadas con mayores diferenciales que sus competidores como consecuencia de la fragmentación financiera en Europa. Pero además, las medidas del BCE también están generando una **depreciación del tipo de cambio euro/dólar que apoyará la recuperación de las exportaciones hacia destinos no-UEM.** De acuerdo a las estimaciones del modelo BBVA-RVAR, una depreciación de un 10% del tipo de cambio, como la que contempla el escenario de BBVA Research, generará un efecto positivo de 0,6 p.p. en el PIB regional. Por tanto, se espera que el sector exterior cántabro retome su ritmo de crecimiento.

**En tercer lugar, la política fiscal dejará atrás el tono contractivo, e incluso éste podría llegar a ser expansivo en los próximos trimestres.** La menor necesidad de ajuste prevista para los próximos años permitirá rebajas impositivas en el IRPF estatal en dos años, que Cantabria implementará en uno ajustando para ello el tramo autonómico. Esto, junto con la anunciada devolución de parte de la paga extra suspendida en 2012 a los empleados públicos, supondrá una mayor recuperación de la renta bruta disponible y tendrá, por tanto, un efecto diferencialmente positivo sobre el consumo regional. Las rebajas impositivas, además, no deben suponer un problema insalvable para el cumplimiento del déficit, dado el escenario de mejora cíclica de los ingresos. En este ámbito, con una visión más estructural, en el apartado 4 de esta publicación Ángel de la Fuente analiza la evolución de la financiación autonómica en los últimos años. Ante una

eventual renegociación de la misma, se observa que Cantabria viene siendo beneficiaria neta de los mecanismos de redistribución del sistema.

**Por último, la reducción de la incertidumbre ha continuado y la corrección de desequilibrios ha avanzado, reduciendo su lastre sobre la demanda interna.** Por ejemplo, dado el escaso volumen de viviendas sin vender en la región y un incremento en la obra pública, **el sector de la construcción podría empezar a mostrar contribuciones positivas, aunque todavía reducidas, al crecimiento en próximos trimestres.**

**En conjunto, Cantabria volverá a crecer en 2014 y 2015, presentando un diferencial positivo respecto al resto de la UEM, aunque negativo frente al resto de España.** Este menor crecimiento se debe a una **inercia más negativa**, tras los mayores ajustes experimentados por la industria y la construcción durante la crisis, y con un turismo que no tiene la capacidad de arrastre que muestra en otras comunidades; en una **mayor afectación de la rebaja de las expectativas de crecimiento de la UE**, por ser una de las regiones cuyas exportaciones más dependen de esta zona y menor diversificación sectorial muestran (ver Recuadro 2), y por un **ritmo de corrección menor en algunos desequilibrios**, que provocará una salida de la crisis algo más lenta.

**Todavía existen algunos factores de riesgo que podrían frenar la recuperación.** De particular importancia será la **duración de la falta de dinamismo en algunas economías europeas y la interacción con el proceso de reducción en precios.** Por ejemplo, existe la posibilidad de que las últimas medidas del BCE no sean tan efectivas en impulsar el crédito como se presume inicialmente. Lo anterior, junto con la falta de voluntad para implementar nuevas reformas que mejoren el funcionamiento de la economía nacional y cántabra, llevarían a un escenario de fragilidad. Finalmente, la incertidumbre sobre el entorno político podría aumentar durante los siguientes trimestres, lo que provocaría un incremento del ahorro precautorio de las familias y una disminución de la inversión de las empresas.

**Es necesario continuar impulsando reformas que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios**, tanto por los posibles riesgos a la baja que se pudieran producir como por la insuficiencia del actual crecimiento para reducir más rápido los desequilibrios que todavía se observan en la economía. A este respecto, el Gobierno de España ha presentado un nuevo sistema impositivo que avanza hacia un esquema más transparente y eficiente, aunque la reforma queda lejos de la ambiciosa propuesta realizada por el Comité de Expertos. **Por lo tanto, es necesario seguir avanzando hacia un sistema que facilite el cambio de modelo productivo y que, a la vez, garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y largo plazo.**

**Por último, se valora positivamente la aprobación de la Estrategia de Activación para el Empleo 2014-2016 que pretende modernizar los Servicios Públicos de Empleo (SPE) para impulsar las políticas activas de empleo (PAE).** A diferencia de las precedentes, la Estrategia destaca por su naturaleza plurianual, que revela un diagnóstico adecuado de algunas de las debilidades estructurales del mercado de trabajo español y, por tanto, cántabro. Además, sobresalen la correcta identificación de los colectivos más vulnerables y la orientación a resultados, que condiciona la distribución futura del presupuesto de las PAE. Sin embargo, sería deseable incrementar los recursos y reorientar los existentes hacia actuaciones que aumenten la empleabilidad de los trabajadores, particularmente los desempleados de larga duración. Igualmente, **la economía española necesitaría que la reforma de las PAE se viera acompañada por medidas que incentiven la contratación de empleo indefinido y reduzcan la temporalidad en el mercado de trabajo.**

**Los riesgos a corto plazo de la recuperación de la eurozona son una razón adicional para continuar con el proceso de reformas. Los retos de la economía cántabra son de largo plazo**, al igual que los de la española, y tienen una naturaleza distinta a los de los principales países europeos, particularmente en lo que se refiere a **productividad por empleado y tasa de actividad.**

## 2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja

**El crecimiento de la economía mundial se ha acelerado de forma moderada durante los últimos meses.** De acuerdo al modelo GAIN<sup>1</sup> BBVA, el PIB mundial habría crecido el 0,8% trimestral en el 3T14. En todo caso, esta cifra podría verse sesgada a la baja por el repunte de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre.

**En 2015, el crecimiento global alcanzará el 3,7%, medio punto porcentual por encima de la estimación para 2014,** en gran medida por el apoyo de las políticas de demanda. **La política monetaria sigue siendo expansiva, mientras que la fiscal tendrá un tono menos restrictivo,** tanto en EE. UU. como en la eurozona. Incluso China considera la posibilidad de implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento a nivel nacional en caso de ser necesario<sup>2</sup>.

Adicionalmente, **el descenso de los precios del petróleo supone un sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global,** siempre y cuando sea el resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el **aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo**<sup>3</sup>. La menor transferencia de renta desde importadores a productores deja más margen a los primeros para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance positivo para el escenario económico global.

**En la eurozona, la recuperación está siendo más lenta de lo que se adelantaba al cierre del primer semestre.** El estancamiento del PIB en el 2T14 y su probable extensión al 3T14, con comportamientos más débiles en las economías más grandes, ha supuesto la **revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015**<sup>4</sup>. Esto parece ser, en parte, el resultado del impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia, que se estaría dejando sentir en el comercio y en los indicadores de confianza de las economías más expuestas a ella.

**En este escenario de bajas tasas de crecimiento e inflación, el BCE ha acentuado el tono expansivo de su política monetaria.** Ha implementado la primera subasta de financiación bancaria vinculada al balance de crédito. Además, ha puesto en marcha la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito. Todas las medidas, tanto las adoptadas como las potenciales, están orientadas a apuntalar el crecimiento, favorecer el acceso al crédito a empresas y familias y acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios. A esta meta ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, que es consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE. Mientras que la primera acometerá la retirada de estímulos, el segundo hará lo contrario y aumentará su balance.

**Un elemento adicional positivo para las condiciones de crecimiento de la zona del euro es el ejercicio de revisión de calidad de los activos y el test de estrés de los balances bancarios cuyos resultados se acaban de publicar.** Este proceso ha dado al mercado más información, y más homogénea, sobre el sector bancario europeo y supone la implementación de la supervisión común bancaria en la eurozona. Todo ello es condición necesaria para que el flujo de crédito bancario sea capaz de atender la demanda solvente.

1: Para más detalle sobre la metodología de BBVA Research GAIN, véase Global Economic Watch de marzo 2013, disponible en: <http://bit.ly/1nI5Rln>

2: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial, véase la revista Situación Global correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-global-2/>

3: El reciente descenso de los precios del petróleo es consecuencia no sólo de la mayor oferta, sino también de la apreciación del dólar y de una moderación de las expectativas de demanda, tanto en los países desarrollados como en los emergentes.

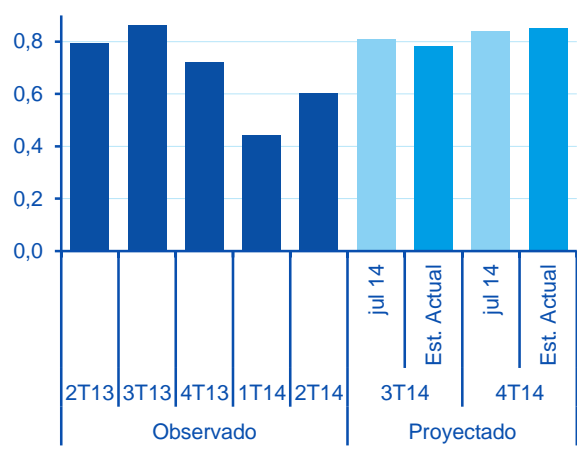
4: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía europea, véase la revista Situación Europa correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-europa-cuarto-trimestre-2014/>

En España, **la recuperación de la demanda avanza en línea con lo previsto**. Al crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva, se está uniendo gradualmente la inversión en construcción en vivienda que, por primera vez desde 2007, es probable que muestre tasas de variación positivas, aunque moderadas, durante la segunda parte del año. La mejoría de la demanda nacional **se apoya principalmente en factores estructurales**, tales como la corrección de los desequilibrios internos, la reorientación productiva hacia el exterior, algunas de las reformas acometidas y las menores tensiones financieras. **Sin embargo, también confluyen algunos factores que incentivan la demanda de forma transitoria**, donde destacan el carácter expansivo de la política monetaria y el reciente giro hacia una política fiscal débilmente procíclica. Por tanto, se **espera que la economía española continúe creciendo en lo que resta del año a un ritmo suficiente para concluir el ejercicio económico con una expansión en torno al 1,3%**.

Hacia delante, las innovaciones incorporadas en el escenario global están dominadas por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía europea, lo que supone también una **revisión negativa de tres décimas en la previsión de crecimiento para España en 2015, hasta el 2,0%**. Con todo, la velocidad de la recuperación continúa siendo sólida y está plenamente avalada en factores tanto externos como internos. En el panorama económico internacional se sigue esperando una aceleración moderada de la economía global que, consecuentemente, procurará la **continuidad en la ampliación de la base exportadora**. A nivel interno, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y los estímulos a la demanda de la política económica resultarán en un **aumento generalizado de la demanda doméstica**.

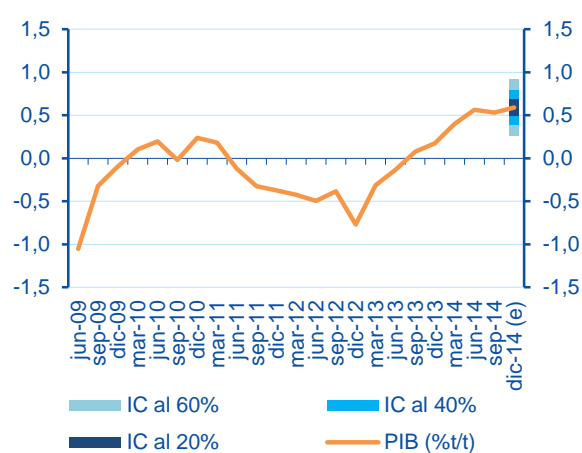
En cualquier caso, conviene recordar que **la recuperación no está libre de riesgos** y que persisten frentes abiertos cuya resolución es fundamental para consolidar el crecimiento a medio y largo plazo. A este respecto, **tanto en España como en Europa se debe trabajar en políticas de oferta que disipen las dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural**.

Gráfico 2.1  
**Crecimiento trimestral del PIB mundial (Previsiones basadas en el modelo GAIN BBVA, %)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)**



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

Cuadro 2.1

**España: previsiones macroeconómicas**

% a/a salvo indicación contraria	1T14	2T14	3T14 (e)	2013	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,2	2,0	1,8	-2,4	1,8	1,5
G.C.F Hogares	1,7	2,4	2,4	-2,3	2,1	1,8
G.C.F AA. PP.	-0,2	1,1	0,1	-2,9	1,0	0,9
Formación Bruta de Capital	-1,3	1,4	1,5	-3,7	0,7	4,2
Formación Bruta de Capital Fijo	-1,2	1,2	1,2	-3,8	0,6	4,3
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	0,7	1,9	1,7	-2,7	1,6	2,0
Exportaciones	7,4	1,7	2,7	4,3	3,7	5,3
Importaciones	8,6	3,9	3,2	-0,5	4,8	5,5
Saldo exterior (*)	-0,2	-0,7	-0,1	1,4	-0,3	0,1
PIB real pm	0,5	1,2	1,6	-1,2	1,3	2,0
PIB nominal pm	-0,1	0,8	1,6	-0,6	1,2	3,4
<b>Pro-memoria</b>						
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	-2,8	1,0	1,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	26,1	24,4	23,1
Empleo total (e.t.c.)	-0,4	0,8	1,2	-3,3	0,8	1,5

(\*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

### 3 Perspectivas de crecimiento: Cantabria

Diversos factores han afectado a la economía cántabra desde la presentación del anterior número de esta publicación, en diciembre de 2013<sup>5</sup>. Por un lado, a pesar de los riesgos<sup>6</sup> presentes en el panorama internacional, **los mercados financieros se han ido asentando en un tono más positivo**, marcado por la normalización de las entradas de flujos de capital, las revalorizaciones bursátiles y la disminución de las primas de riesgo. En paralelo, se ha dado una **recuperación escalonada de la actividad y del empleo**, apoyada por la moderada reactivación de la economía europea en un contexto de tipos de interés de referencia históricamente bajos, y donde una política monetaria más agresiva por parte del BCE va permitiendo reducir los tipos de interés para familias y empresas.

**A nivel doméstico, 2013 fue un año de importante contracción de la economía cántabra, cuyo PIB disminuyó un 1,9% según el INE, dos décimas más que la predicción de BBVA Research de hace un año, y siete décimas mayor que la registrada en el conjunto de España (-1,2%).** Una mayor corrección de la demanda interna, y un empeoramiento del saldo exterior por la caída de las exportaciones cántabras, explican esta peor evolución relativa de Cantabria en 2013. A medida que avanzó el año, pero con cierto retraso frente a lo que sucedía en el conjunto de España, la economía cántabra fue mostrando un comportamiento de menos a más, que finalmente se tradujo en crecimiento al entrar en el año 2014. De hecho, se observó una aceleración de diversos indicadores de la economía regional (en particular en ventas minoristas, exportaciones, producción industrial y afiliación).

Hacia delante, **la demanda interna se verá soportada** por la mejora de la confianza, la reducción del coste de financiación derivada del paquete de medidas de expansión monetaria y estímulo al crédito<sup>7</sup> adoptadas por el BCE y una política fiscal menos contractiva, así como por el **efecto arrastre del sector exterior** apoyado en una depreciación del euro. Ello supone que **para el año en curso se espere un crecimiento del PIB del 0,9%, y que éste se acelere hasta el 1,7% en 2015.**

Dicha estimación no está exenta de **riesgos**: el **ritmo de recuperación en las economías de los principales socios comerciales, la incertidumbre que se pueda derivar de eventos geopolíticos y los avances en las reformas** en el seno de la UE, en España y, particularmente, en Cantabria condicionarán la evolución económica a corto plazo.

En todo caso, de cara **al medio y largo plazo, es indispensable continuar profundizando en los retos pendientes que enfrenta Cantabria**, particularmente en relación a la inaceptablemente **elevada tasa de paro, a la mejora del capital humano y la tasa de actividad, y al aumento de la productividad.**

#### Fuerte contracción de la economía cántabra en 2013

**En 2013 el PIB de Cantabria se redujo en un 1,9%** según la Contabilidad Regional de España –CRE– publicada por el INE<sup>8</sup>. Es decir, la caída superó en 7 décimas a la experimentada por el conjunto de la economía española (-1,2%).

Los últimos datos disponibles muestran que **tras un primer semestre de 2013 en negativo, la economía cántabra retomó paulatinamente la senda de crecimiento.** La Encuesta BBVA de Actividad Económica

5: Véase Situación Cantabria, 2013 en: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-cantabria-2013/>

6: Donde cabe mencionar la inestabilidad política de algunos países europeos, la incertidumbre fiscal en EE. UU. y la desaceleración de la actividad en ciertas economías emergentes.

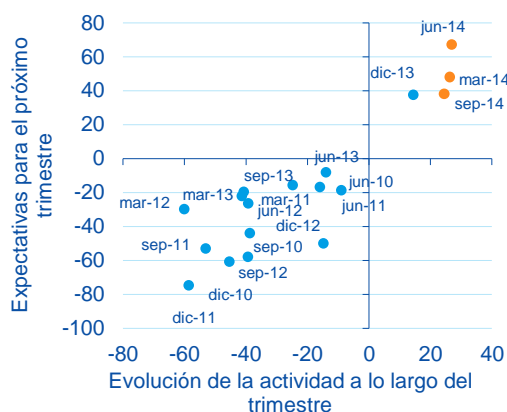
7: Destacan la disminución de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 0,05%, la reducción de la retribución de la facilidad de depósito hasta el -0,1%, el nuevo programa de Operaciones de Financiación a Largo Plazo y, finalmente, las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria: en caso necesario se seguirán implementando medidas tanto convencionales como no convencionales.

8: Los datos actualmente publicados por el INE de la Contabilidad Regional de España son en Base 2008, no siendo consistentes con la información publicada por esta institución el 25 de septiembre, en la que se ofrece, sólo para el conjunto de España, el cuadro macroeconómico en base 2010.



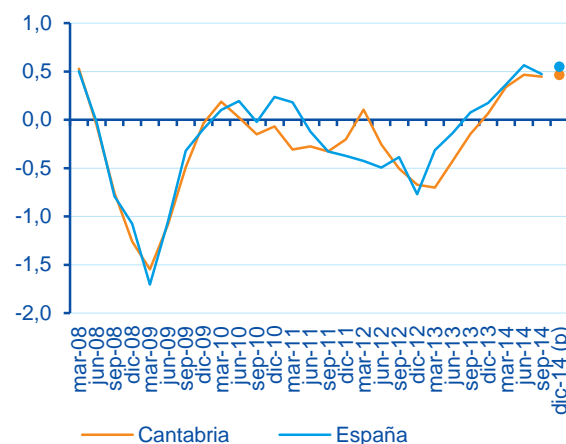
en Cantabria mostró la primera señal positiva en el 4T13, manteniéndose la mejor percepción respecto al entorno hasta la última oleada realizada en 3T14, si bien los encuestados han moderado su optimismo sobre la evolución futura de la actividad (véase el Gráfico 3.1). En la misma línea, el modelo MICA-BBVA<sup>9</sup> para Cantabria refleja esta misma tendencia de recuperación, con crecimiento positivo en el último trimestre del año anterior. Desde entonces, la actividad se habría acelerado, estimándose crecimientos del PIB regional del 0,4% t/t en los primeros trimestres de 2014 (véase el Gráfico 3.2), pero sin superar el umbral del 0,5% t/t en la segunda mitad del año, condicionado por la desaceleración europea. La información conocida a fecha de cierre de este informe sugiere una **continuidad del tono expansivo de la actividad en el 4T14, estimándose una tasa de crecimiento del PIB en Cantabria del 0,5%, fundamentalmente como consecuencia de la continuación de la recuperación paulatina del consumo, sobre todo privado** (véase el Gráfico 3.3), la reducción de la aportación negativa de la inversión y el mejor comportamiento del sector exterior.

Gráfico 3.1  
**Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria (saldo de respuestas extremas, %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2  
**Cantabria y España: crecimiento estimado del PIB por modelos MICA-BBVA (% t/t)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Signos de recuperación del consumo privado

En línea con lo observado en el conjunto de España, el progreso del mercado laboral y la renta disponible de las familias, la mejora de la percepción sobre la situación económica<sup>10</sup>, el aumento de la riqueza financiera neta<sup>11</sup> y la vigencia del programa PIVE<sup>12</sup> permitieron un **punto de inflexión en el comportamiento del consumo de las familias de Cantabria durante 2013, que se ha extendido a 2014**. Así, el incremento de las matriculaciones en Cantabria hasta octubre es de casi el 4,5% t/t promedio (véase el Gráfico 3.3), y podría superar el 0,6% porcentual promedio en las tasas trimestrales de ventas minoristas (+0,9% hasta el tercer trimestre, véase el Gráfico 3.4). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica de BBVA (véase el Recuadro 1) que evidencian mejoras en la confianza y repunte de las ventas al por menor en el primer semestre del año 2014, aunque la visión es algo menos optimista en el tercer trimestre. Hacia delante, se espera una continuidad del ritmo de expansión del

9: Para más información sobre el modelo MICA, véase Página 12, del Observatorio Cantabria 2012, disponible aquí: [https://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/120925\\_Observatorio\\_Cantabria\\_tcm346-411810.pdf?ts=29112013](https://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/120925_Observatorio_Cantabria_tcm346-411810.pdf?ts=29112013)

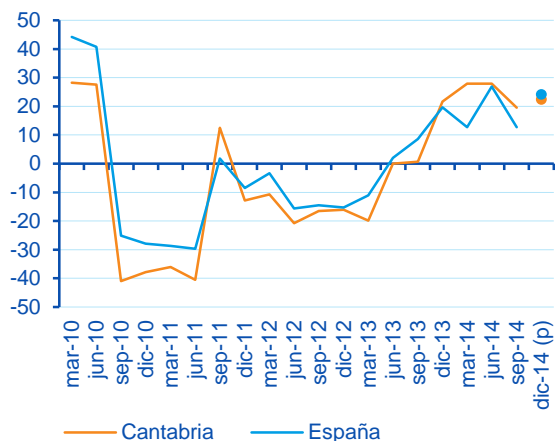
10: Ver gráfico 3.1 y, para mayor detalle, ver Recuadro 1.

11: Para el conjunto de España, se estima que un incremento del 1% trimestral de la riqueza financiera neta real genera un aumento acumulado del consumo privado del 0,2% durante los cuatro siguientes trimestres.

12: El PIVE tiene como objetivo la sustitución de turismos y vehículos comerciales ligeros con más de 10 años y 7 años de antigüedad, respectivamente, por modelos energéticamente más eficientes. Según las estimaciones de BBVA Research, el PIVE ha aportado en torno a 9 décimas de consumo privado desde su primera convocatoria en octubre de 2012 para el conjunto de España.

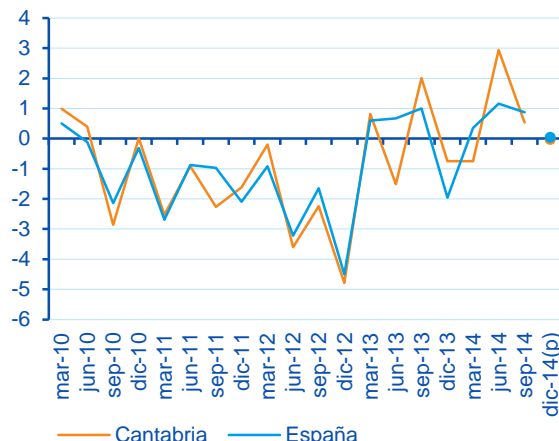
consumo interno apoyado en la recuperación del mercado laboral, la ausencia de presiones inflacionistas y tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos.

Gráfico 3.3  
**Cantabria y España: variación de las matriculaciones (% a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de Dirección General de Tráfico

Gráfico 3.4  
**Cantabria y España: ventas minoristas (% t/t, CVEC<sup>13</sup>)**



(p) es la previsión con datos conocidos hasta 3T14  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La evolución de los ingresos favorecerá el cumplimiento de los objetivos de estabilidad

En 2013 el Gobierno de Cantabria registró un mejor desempeño presupuestario que la media autonómica, y situó su déficit en el 1,2% del PIB, (frente a un objetivo del 1,1%, véase el Gráfico 3.5). Como puede observarse en el Gráfico 3.6, durante 2013 el Gobierno de Cantabria redujo el déficit en seis décimas, apoyado por el incremento de los ingresos no tributarios y por el ajuste del gasto de capital, que compensó el aumento observado en el resto de partidas de gasto.

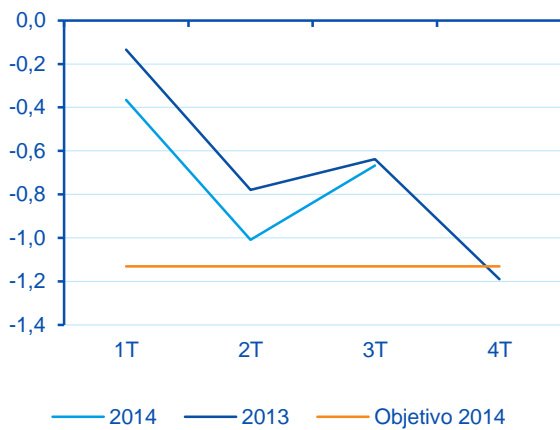
En cuanto a la política de endeudamiento, en 2013 la deuda del Gobierno de Cantabria se elevó hasta el 16,9% de su PIB, y volvió a situarse por debajo de la media del conjunto de comunidades autónomas. Durante los primeros meses de 2014 Cantabria volvió a financiándose casi exclusivamente mediante los recursos provistos por el Fondo de liquidez autonómica (FLA), sustituyendo la deuda materializada en valores y préstamos bancarios a largo plazo. Así, el nivel de deuda viva de Cantabria a junio de 2014 se situó en el 18,5% de su PIB, de los cuales casi 4,3 p.p. corresponden al FLA (véase el Gráfico 3.7).

Hacia delante, los datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta septiembre de 2014 muestran que el Gobierno de Cantabria ha mantenido su política de control del gasto, concentrada casi exclusivamente en el gasto de capital y, favorecida este año por el menor gasto en intereses. Por su parte, los ingresos de la comunidad han caído respecto al mismo periodo del año anterior, en línea con lo esperado. Como consecuencia el déficit de Cantabria se situó a cierre del mes de septiembre en torno al 0,7% de su PIB, menos de una décima por encima del registrado hasta septiembre de 2013 (véase el Gráfico 3.8), por lo que el cumplimiento del objetivo de déficit de fin de año (1,0% del PIB) es factible, siempre y cuando continúe la mejora en el pago por intereses, el control del resto del gasto público y la recuperación de la actividad se mantenga en línea con la esperada.

13: Corregidas Variaciones Estacionales y de Calendario.

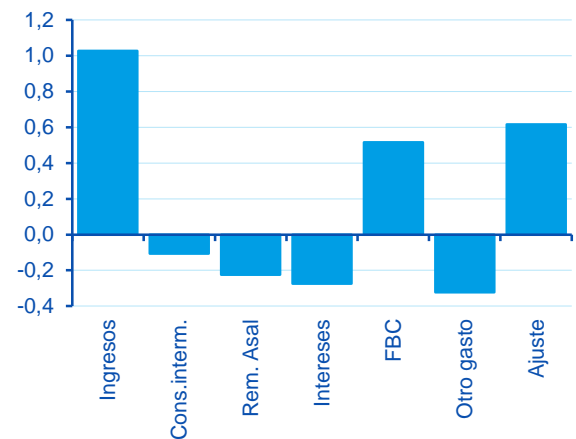
Hacia delante, el proyecto de presupuestos para 2015 presentado por el Gobierno de Cantabria apuesta por la estabilidad presupuestaria, de tal manera que si se excluyen los intereses, el gasto no financiero de la comunidad caerá. Igualmente, mantiene la rebaja impositiva promovida en años anteriores, incluyendo una implementación más rápida de la reforma de IRPF que la planteada por el gobierno central<sup>14</sup> y, pese a ello, prevé que los ingresos aumenten impulsados por la recuperación de la actividad y del empleo.

Gráfico 3.5  
Cantabria: capacidad / necesidad de financiación (% PIB regional)



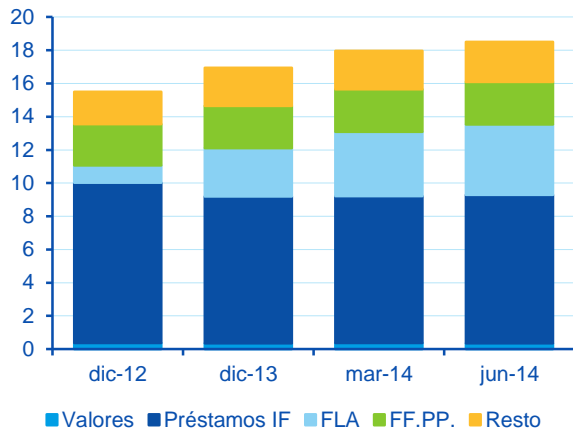
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.6  
Cantabria: descomposición del ajuste fiscal en 2013 (puntos porcentuales del PIB regional)



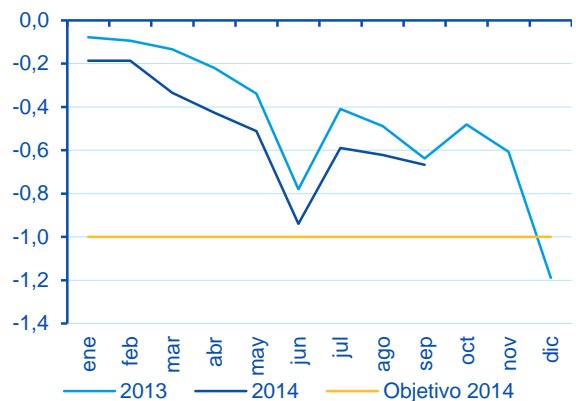
Notas: Depurados los ajustes de la liquidación del sistema de financiación de 2010. (+) disminuye el déficit por un incremento de los ingresos y/o una caída del gasto; (-) aumenta el déficit, por una caída de los ingresos y/o un incremento del gasto.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.7  
Cantabria: deuda según PDE (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.8  
Cantabria: necesidad de financiación (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

14: El Gobierno cántabro ha planteado que la reforma aprobada por el Estado en el tramo estatal del IRPF se aplique también en el tramo autonómico. Además, frente a la implementación progresiva que aplicará el Estado, el gobierno regional implementará todos los cambios ya directamente en 2015.

## La debilidad de la demanda interna mantiene la actividad constructora en mínimos

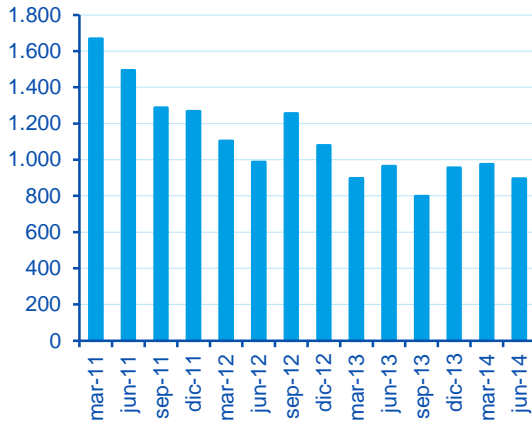
**Los excesos acumulados en el sector inmobiliario durante la pasada década en Cantabria fueron inferiores a otras zonas del país** y, en consecuencia, hoy es una de las regiones con menores desequilibrios. Según las cifras del Ministerio de Fomento, el pasado año concluyó con un stock de viviendas nuevas sin vender equivalente al 0,2% del parque residencial, muy por debajo del 2,2% de la media española. Con esto, puede decirse que Cantabria no cuenta con un problema de sobreoferta de vivienda, como sí se observa en otras comunidades autónomas.

Por su parte, **la demanda residencial en la región ha mostrado una mayor debilidad que la media nacional en los últimos ejercicios**: un mayor deterioro de la demanda de los residentes en la región y el desplome de las ventas de segundas viviendas, que se dejó notar sobre todo durante el pasado ejercicio, junto con la escasa relevancia de la demanda de extranjeros en la región han tenido como resultado una importante contracción de las transacciones de vivienda. Así, durante el pasado año el deterioro de las ventas prácticamente duplicó al que se registró de media en España (-34,0% frente al -17,3%). Esta tónica parece haberse mantenido en la primera mitad de 2014: entre enero y junio, las operaciones de compraventa en la región cayeron a una tasa trimestral del 3,0% (CVEC) mientras que en el conjunto del país las ventas comenzaban a recuperarse (véase el Gráfico 3.9).

**El mayor deterioro de la demanda del pasado año quedó reflejado en la evolución del precio de la vivienda: durante 2013 la caída del mismo en términos reales fue del 13,2%, superior al -7,2% de media en España.** Por el contrario, y probablemente en respuesta al importante ajuste de los trimestres anteriores, en los primeros tres trimestres de 2014 la vivienda se encareció a una tasa promedio del 1,1% t/t (CVEC) en Cantabria, frente a una reducción del precio del -0,6% t/t de media en el país. Con todo ello, la caída acumulada del precio de la vivienda en la región era al finalizar el tercer trimestre del 37,3%, en línea con la caída media del país (37,5%).

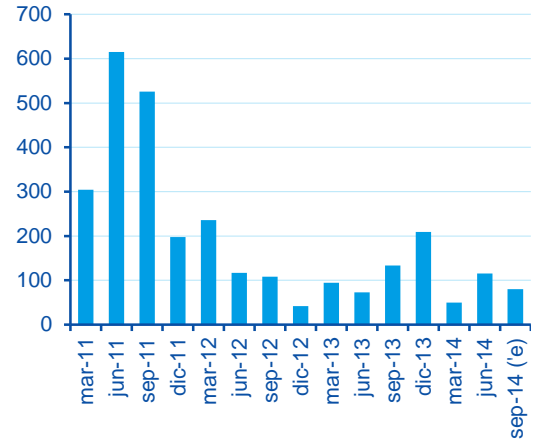
**La debilidad de la demanda mantiene la actividad constructora en mínimos pese a la ausencia de sobreoferta.** Aunque en 2013 los visados experimentaron un crecimiento del 15% respecto a los aprobados en el año anterior, tras el importante descenso de 2012 (-71%), durante el transcurso de 2014 el crecimiento se muestra más moderado: entre enero y septiembre, último dato disponible, la firma de visados creció en torno al 19,1% respecto al mismo periodo del año anterior, por encima del aumento del 5,7% a/a registrado a nivel nacional. A pesar de todo, el nivel continúa siendo muy bajo ya que, tras corregir la serie de variaciones estacionales y calendario, en los tres primeros trimestres del año se habrían visado poco más de 100 viviendas al trimestre (véase el Gráfico 3.10).

Gráfico 3.9  
Cantabria: ventas de viviendas (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.10  
Cantabria: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)

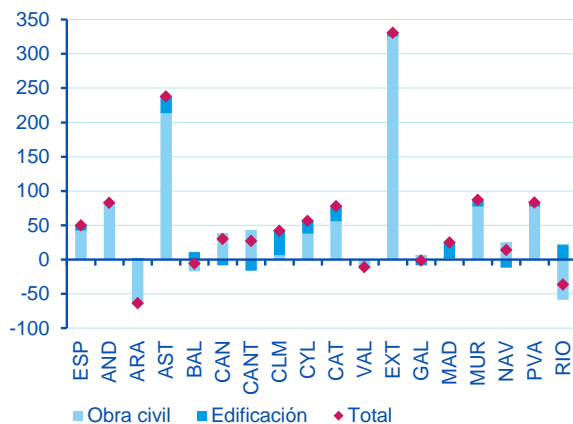


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

## La licitación muestra un avance más lento que la media española

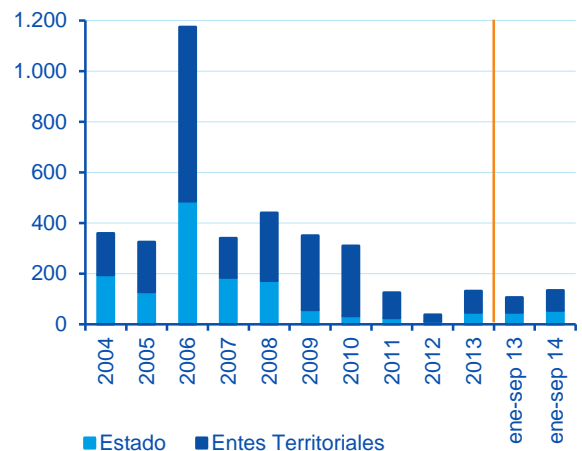
El presupuesto destinado a obra pública en Cantabria durante los nueve primeros meses del año aumentó el 27,1% respecto al mismo periodo de 2013, por debajo de la media española (49,9%) (véase el Gráfico 3.11). Un crecimiento que contrasta con el extraordinario aumento que experimentó la licitación de obra pública en el pasado año, cuando se multiplicó por 3,5 respecto a 2012, año en que se registró el mínimo. Con todo, la licitación sigue encontrándose muy por debajo de los niveles pre crisis. El desglose por tipo de obra pone de manifiesto que el incremento de la licitación ha venido por el lado de la obra civil, ya que entre enero y septiembre la licitación de edificación se redujo: el presupuesto de obra civil aumentó el 77,1% a/a, mientras que el de edificación cayó el 37,5%. Con esto, el presupuesto de obra civil ha pasado de representar el 60% del presupuesto total en 2013 a casi el 79% en los nueve primeros meses del año en curso.

Gráfico 3.11  
Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual (enero-septiembre p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 3.12  
Cantabria: presupuesto de licitación por agentes (millones de euros)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

El peso de la financiación de la obra pública se muestra muy similar al del mismo periodo del año anterior. Así, el acumulado de los tres primeros trimestres del año muestra que el presupuesto del Estado supuso el 40% del total tras crecer el 18% respecto a los nueve primeros meses de 2013. Por su parte, la licitación a cargo de los Entes Territoriales mostró un aumento del 34% en el mismo periodo (véase el Gráfico 3.12). El grueso de la licitación en la primera mitad de 2014 se dedicó a obras de urbanización y a obras hidráulicas.

## Un sector exterior que todavía no parece haber superado las dificultades

Con un peso de las exportaciones de bienes en el PIB por debajo del 20%, Cantabria se ubica por debajo de la media de regiones españolas en cuanto a la relevancia de las ventas al exterior para su economía (ver Recuadro 2 de esta publicación). Además, a pesar del esfuerzo de diversificación realizado, **el sector exterior cántabro adolece de una doble dependencia: sectorial** (concentra dos tercios de las exportaciones en semimanufacturas y bienes de equipo) **y geográfica** (el 70% de dichas exportaciones se dirigen a la UE en 2014, deshaciendo parte del esfuerzo diversificador observado hasta 2012), lo cual condiciona la aportación del sector exterior cántabro al crecimiento.

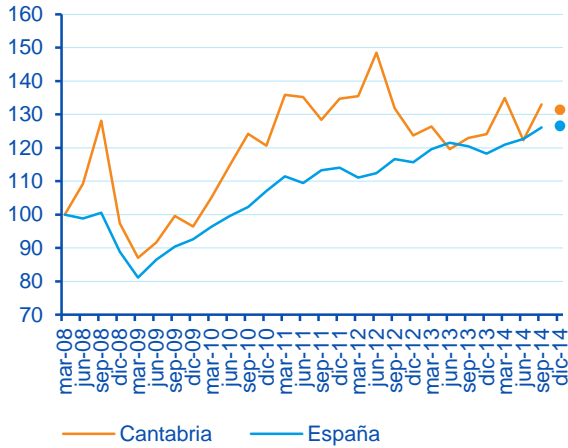
Tras un importante incremento de las exportaciones durante 2009, que se prolongó hasta mediados de 2012<sup>15</sup>, las **exportaciones de bienes truncaron esa tendencia creciente**: entre el pico de 2T12 y el valle de 2T13 se observa una diferencia de casi un 20% interanual en términos reales (ver Gráfico 3.13). Dicha contracción conlleva una caída interanual acumulada del 24% en las exportaciones de bienes de equipo de 2T13, dirigidas fundamentalmente a Europa. Actualmente, las exportaciones cántabras han retomado una nueva fase de crecimiento, en la que vuelve a destacar la recuperación de los bienes de equipo, cuyo crecimiento interanual en septiembre es del 13%, por apenas 4% a/a del conjunto de bienes, con aportaciones positivas de la UE-28 y de Asia. En consecuencia, podrían cerrar **el año 2014 con un incremento entorno al 8% interanual**, similar a la media española.

En cualquier caso, en la medida en que, en términos nominales, **las importaciones sólo cayeron un 1,7% en el año 2013 (por un 11% las exportaciones), el saldo neto exterior de Cantabria se redujo un 28% el año pasado, hasta un superávit de 670 mill.€**. Con los datos disponibles del año 2014, a pesar del repunte de las exportaciones, el **incremento de importaciones (estimado en torno al 14%) provocaría una nueva reducción de dicho saldo exterior, hasta los 600 mill.€ aproximadamente**.

Hacia delante, la concentración geográfica de las exportaciones cántabras hace que éstas estén **más expuestas a la evolución de la UE-28 y, en particular, a una posible desaceleración de la eurozona como destino** (véanse Gráfico 3.14 y Recuadro 3), si bien, para su tamaño, Cantabria puede considerarse relativamente bien diversificada (ver Gráfico 3.15). **En sentido contrario, Cantabria se beneficiaría de una depreciación del euro**, en la medida en que un 11% de sus exportaciones las absorben Reino Unido y Estados Unidos, mientras que los países Eagles absorben un 8% (destacando Turquía, que absorbe prácticamente la mitad de las mismas).

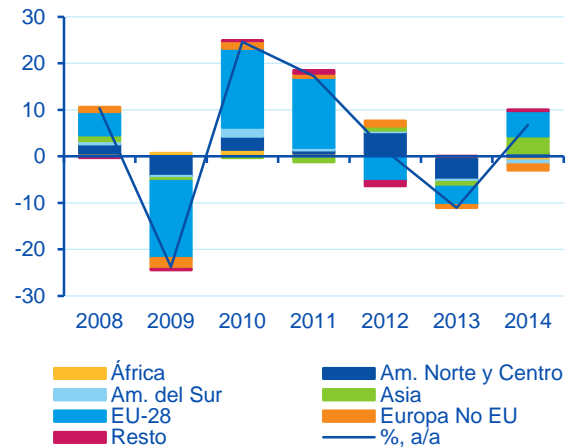
15: Véase Gráfico 24 del Situación Cantabria 2013 en: <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-cantabria-2013/>

Gráfico 3.13  
Cantabria y España: Exportaciones reales (mar-11=100; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

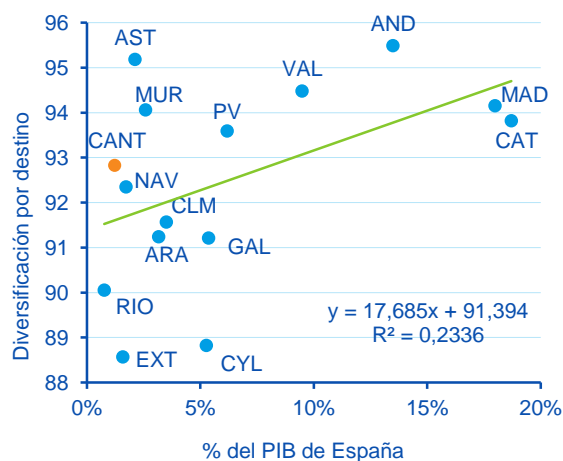
Gráfico 3.14  
Cantabria: aportación al crecimiento de las exportaciones por área geográfica (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

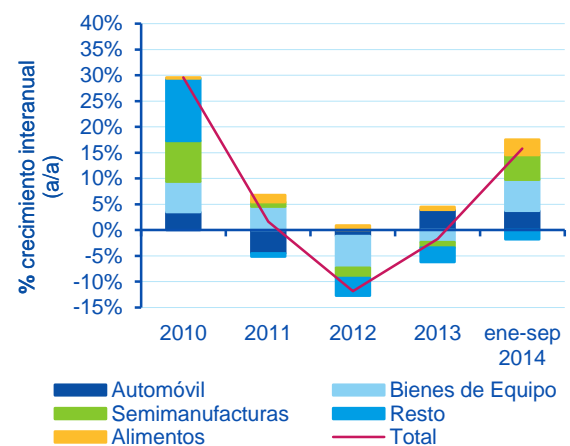
Del análisis de las **importaciones de bienes cántabros hasta septiembre** (véase el Gráfico 3.16) se deduce un **crecimiento nominal del 15,8% en 2014**, protagonizado por los **bienes de equipo (aportan casi 6 p.p.)**, semimanufacturas (5 p.p.) y sector del automóvil (aporta 3,5 p.p.). La evolución de los bienes de equipo, tras dos años de caídas, podría estar señalando una recuperación de la inversión. Por su parte, el sector automovilístico supone más del 12% de las importaciones cántabras, pero compuesto en un 80% de vehículos y sólo en un 20% de componentes. El menor peso relativo de la producción automovilística regional y una menor propensión exportadora de la misma supone, por tanto, un diferencial negativo frente a otras comunidades en las que este sector tiene más presencia, dado el carácter motor que está adquiriendo en los últimos trimestres.

Gráfico 3.15  
Diversificación por destino y peso en el PIB de España (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Gráfico 3.16  
Importaciones cántabras por sector (aportación al crecimiento en p.p.)

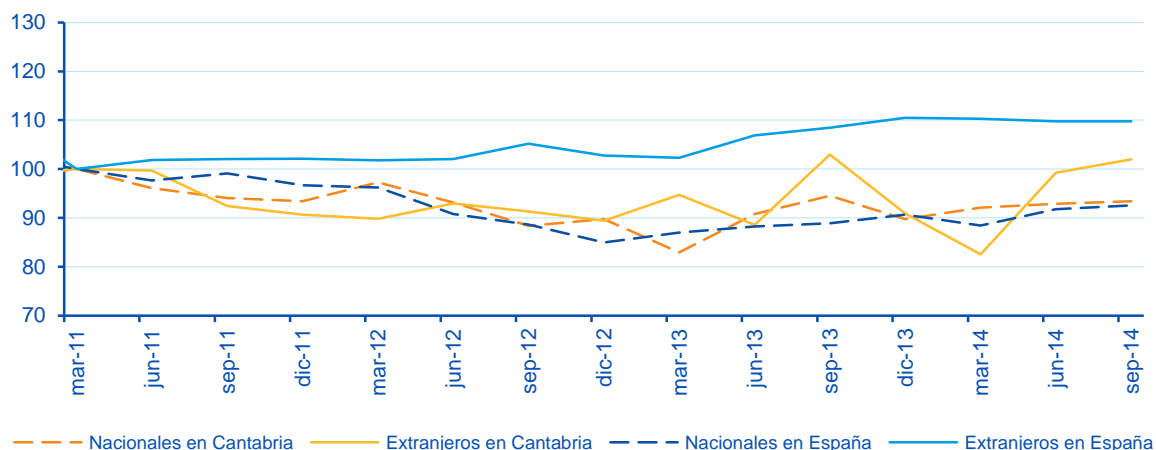


Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

En lo que respecta al **turismo**, **Cantabria muestra una dependencia del turismo nacional incluso superior al de otras regiones de fuera del arco mediterráneo**, ya que un 81% de los viajeros y un 84% de las pernoctaciones de 2014 corresponden a españoles. En los extranjeros, la leve mejoría relativa de las

entradas en hoteles de no residentes (+3,9% en 2013, una décima por encima de España) fue insuficiente para compensar el comportamiento negativo de los años anteriores, mientras que en el caso de España, las cifras de turismo extranjero vienen mostrando un crecimiento sostenido en los últimos años (ver Gráfico 3.17). En el comportamiento de los visitantes residentes, Cantabria viene mostrando un comportamiento similar al que se observa en el turismo nacional, **con crecimientos en torno al 3,5% en los tres primeros trimestres del año.**

Gráfico 3.17

**Cantabria y España: pernoctaciones (2011=100)**

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Mercado laboral: tras un 2013 todavía en negativo, se entra en una moderada recuperación

2013 se caracterizó por la **continuación del ajuste en el mercado laboral cántabro, siendo éste más acusado que en el conjunto de España.** Así, la pérdida de afiliados fue del 1,9% interanual en el caso de Cantabria, por 0,9% en el de España. Consistentemente con una economía que evolucionaba de menos a más, las tasas de variación negativas en el número de afiliados fueron reduciéndose en Cantabria, **recuperando tasas intertrimestrales positivas (CVEC) en el primer trimestre de 2014** (véase el Gráfico 3.18), pero como ocurre en otros indicadores de coyuntura, también con cierto retraso respecto a España.

La Encuesta de Población Activa publicada por el INE muestra que la tasa de paro corregida de variaciones estacionales aumentó hasta el 20% en 3T14 en Cantabria, desde el 19,7% con el que cerró 2013 (al tiempo que en España la tasa se redujo 1,6 p.p.). Por tanto, **se ha reducido el diferencial de paro entre Cantabria y España hasta menos de 5 p.p.**

Esta peor evolución del paro (ver Gráfico 3.19) se debe en parte a la **recuperación más tardía y débil del empleo en la región, pero también a un comportamiento dispar de la población activa:** en 3T14 la población activa española caía 1% en términos interanuales, mientras que la cántabra se incrementaba en casi 1,5%. Ello ha reducido el diferencial de tasa de actividad de la región en 1 p.p. desde cierre de 2013, siendo a pesar de todo 2 p.p. menor, actualmente, que la media española.

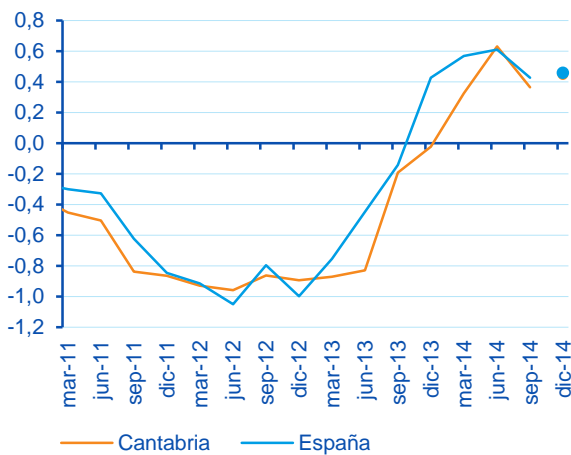
Por sectores, los **servicios privados, que habían actuado de contrapeso ante la contracción del resto de sectores entre 3T13 y 2T14,** retroceden ligeramente en el tercer trimestre de 2014 (0,8% t/t). Este empeoramiento solamente se vio parcialmente compensado por los últimos datos, algo más positivos en la industria, la construcción y los servicios públicos, que parecen haber superado la fase más dura del ajuste



pero, en todo caso, reflejan todavía una dinamización muy débil (véase el Gráfico 3.20) y con peor evolución relativa en 2014 que la observada a nivel de España.

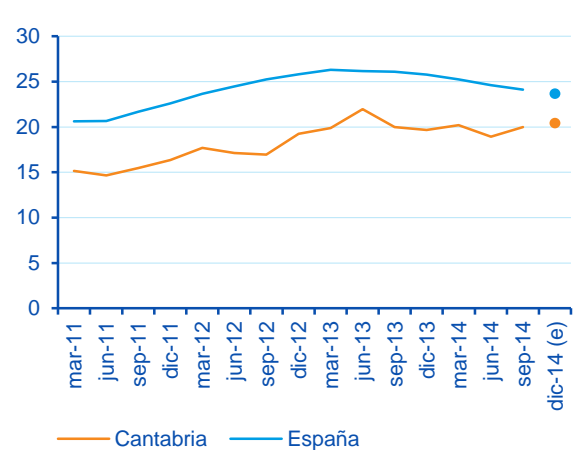
En términos de contabilidad nacional, la **contracción en el empleo del 3,3% en 2013 se produjo al mismo tiempo que se observó una reducción del 1,6% en la remuneración real por asalariado**, a diferencia de lo observado en 2009, cuando una pérdida del 6,7% coincidió con un incremento del 2,3% de la remuneración por asalariado. Como muestra el Gráfico 3.21, los costes laborales en Cantabria reflejan una tendencia de moderación en los dos últimos años, acentuando el diferencial respecto a España. Desde 2007, los **costes laborales totales se habrían incrementado 6 p.p. menos en Cantabria que en la media de España**, y hasta 9 p.p. respecto al País Vasco, lo que estaría suponiendo un soporte para la competitividad relativa de Cantabria.

Gráfico 3.18  
**Afiliación media a la Seguridad Social (% t/t, CVEC)**



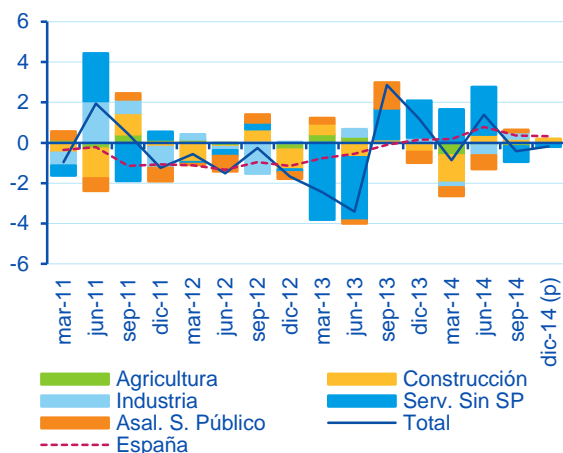
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 3.19  
**Tasa de paro (% t/t, CVEC)**



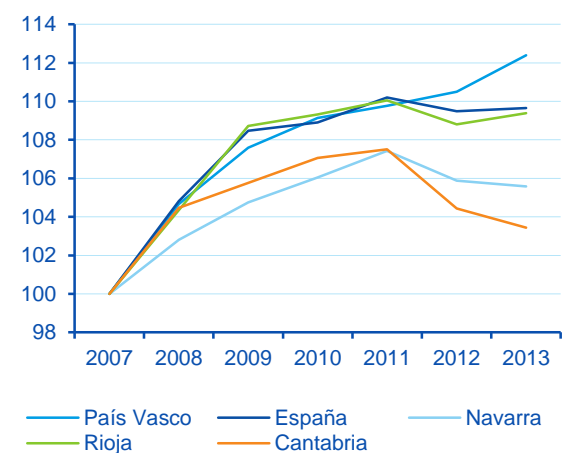
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.20  
**Cantabria: crecimiento del empleo y contribución por sectores (p.p, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.21  
**Costes Laborales (2007=100, a/a)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

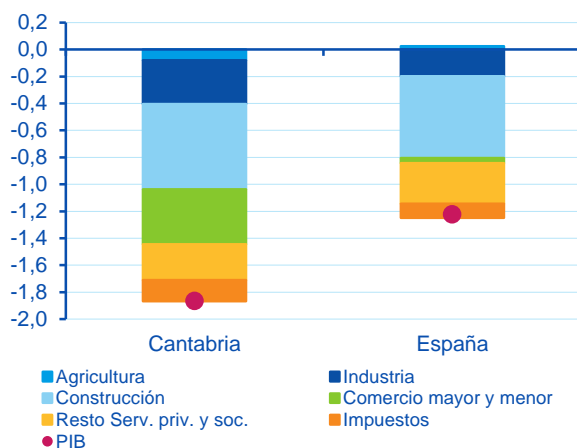
## PIB por el lado de la oferta: servicios e industria repuntan más lentamente que en España

Del análisis comparativo del PIB de Cantabria y España de 2013 por el lado de la oferta (véase Gráfico 3.22) se observa que algo **más de la mitad del diferencial de caída cántabro (siete décimas) se explica por los servicios que agrupan el comercio (al por menor y al por mayor), el transporte, la hostelería y en menor medida la industria y el sector primario**. Los datos disponibles tanto del Índice de Actividad del Sector Servicios (IASS), como del Índice de Producción Industrial (IPI) en Cantabria (véase Gráficos 3.23 y 3.24) apuntan a que el diferencial negativo respecto al resto de España se mantiene.

Por ejemplo, el IASS no mostró crecimiento trimestral positivo sino hasta el 4T13 y, tras un crecimiento de 0,7% t/t en el primer semestre de 2014, volvió a tasas negativas en 3T14, a diferencia de España. En el caso de la industria, que representaba el 20,2% del PIB cántabro en 2013 (4,3 p.p. más que en el caso de España), se observa que **el IPI inició un deterioro más acusado en Cantabria que en el conjunto nacional a partir de 1T13** (ver Gráfico 3.24), alcanzando una caída del 3,7% en el año, frente al 1,7% en España. El primer semestre del año 2014 mostró crecimientos promedios menores en términos desestacionalizados (0,1% t/t en Cantabria por 0,6% en España). Por tanto, pese a que el IPI cántabro se aceleró en mayor medida en el 3T14 (+1,2% t/t, CVEC), en el conjunto del año podría volver a observarse un aumento algo menor en la región que en el conjunto nacional (0,1% a/a por 0,8% en España).

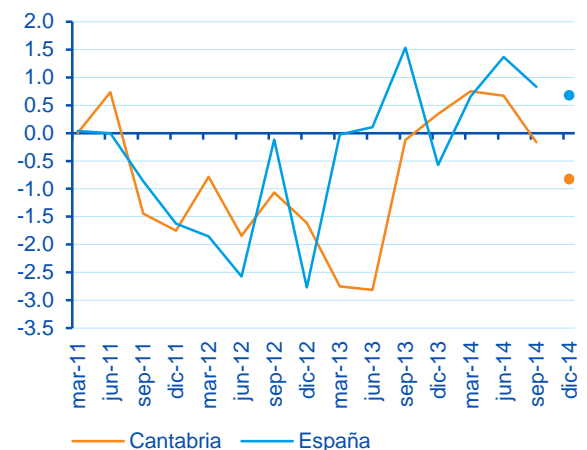
A expensas de lo que un euro más débil pueda apoyar la actividad (véase Recuadro 3), los datos disponibles de cifras de negocio y entradas de pedidos de la industria muestran que, desde 2T13 el comportamiento relativo de ambos indicadores ha sido algo peor en Cantabria que en la media de España (véase Gráfico 3.25), lo que contribuye a explicar en parte unas previsiones de crecimiento más débiles para la región en los próximos trimestres.

Gráfico 3.22  
Variación del PIB de Cantabria y España en 2013 (aportaciones al crecimiento anual en p.p.)



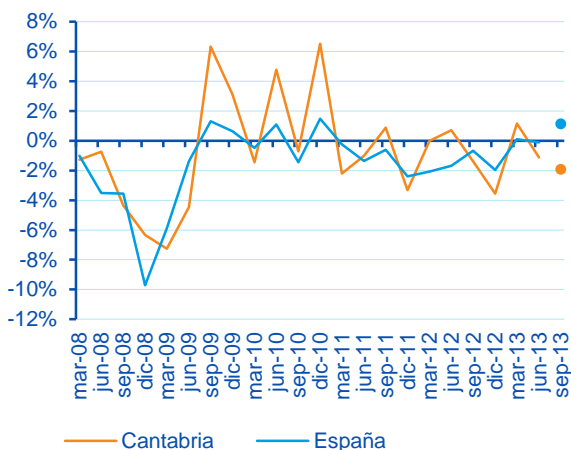
Fuente: BBVA Research a partir de Contabilidad Regional de España

Gráfico 3.23  
Cantabria y España: índice de actividad del sector servicios (IASS, %, t/t, CVEC)



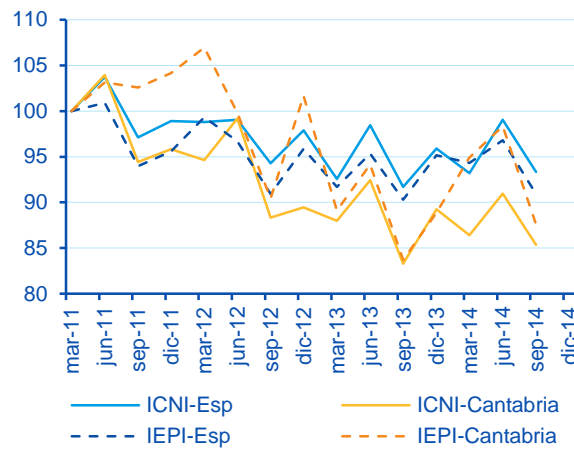
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.24  
Cantabria: índice de producción industrial (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.25  
Cantabria y España: índices de cifra de negocios y entrada de pedidos de la industria (mar-11=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Escenario 2014-2015: la economía cántabra retoma el crecimiento de forma sostenida

Como se adelantaba al inicio de esta sección, **se confirma la recuperación de la economía regional anunciada en el anterior Situación Cantabria** en diciembre de 2013. Los indicadores disponibles reflejan que Cantabria habría vuelto a la fase expansiva del ciclo, y con un vigor algo superior al entonces previsto. Con todo, la velocidad de la recuperación sitúa a esta comunidad un paso por detrás del conjunto de España y la aceleración de la economía en los dos primeros trimestres de 2014 se está viendo parcialmente truncada en el segundo semestre. Ello pone de manifiesto que todavía persisten algunas incertidumbres sobre la recuperación, por la debilidad de algunos de los soportes de la actividad. Así, **se espera que el PIB de Cantabria aumente en un 0,9% en 2014, y un 1,7% en 2015, en ambos casos algo por debajo del crecimiento medio esperado para España** (véase Gráfico 3.29).

Estas cifras suponen una **expectativa algo inferior a la de hace tres meses debido a diversos factores**. En primer lugar, la señal que se extrae del conjunto de indicadores de coyuntura regional a través del modelo MICA-BBVA Cantabria refleja que en el tercer trimestre el crecimiento podría ser similar al del trimestre anterior (véase el Gráfico 3.2), rompiendo la senda de aceleración que soportaba las previsiones anteriores. En esta señal coincide la Encuesta BBVA de Actividad Económica (véase el Gráfico 26), que muestra también una desaceleración en las expectativas para el cuarto trimestre. Por otro lado, la rápida aceleración del incremento de la afiliación a la Seguridad Social (véase Gráfico 3.21) se ha visto truncada en el tercer trimestre, con una creación de empleo muy inferior a la que se venía observando. Adicionalmente, la moderación de la previsión de crecimiento de la zona euro en 2014, afecta la recuperación del sector exterior de Cantabria, tanto directamente como a través de España, su principal cliente. De hecho, a través del análisis del modelo RVAR<sup>16</sup> (véase el Recuadro 3 de esta publicación), BBVA Research estima que la reducción en seis décimas del crecimiento del PIB de la UE podría reducir el PIB cántabro en casi ocho décimas.

16: Véase Recuadro 1 Situación España, disponible aquí: <https://www.bbva.com/es/analisis/indicadores/indicadores-de-coyuntura/indicadores-de-coyuntura-2014-2015>

Sin embargo, varios factores soportan que **en 2015 el crecimiento de Cantabria volverá a acelerarse**. Por un lado, en respuesta a estas menores expectativas de crecimiento para Europa, **el BCE ha puesto en marcha una política monetaria más agresiva**, que incluye medidas de expansión y estímulo del crédito. Como consecuencia, se está produciendo una disminución de los tipos de interés a los que se financian empresas y familias, que suponen un apoyo adicional para el proceso de recuperación de la demanda interna.

Además, las medidas del BCE también están generando una **depreciación del tipo de cambio euro/dólar**, que en conjunto se prevé cercana al 10% en promedio entre 2014 y 2015. De acuerdo con el modelo BBVA R-VAR, esto tendría un impacto positivo para la economía cántabra de en torno a seis décimas, compensando parcialmente la corrección por la menor actividad en la UEM. Así, mientras para el conjunto de España el efecto de la combinación de ambos efectos (menor crecimiento de la UEM y depreciación cambiaria) es neutro, en el caso de Cantabria la menor apertura de la economía y la menor diversificación de las exportaciones da lugar a un efecto neto negativo de dos décimas.

En tercer lugar, **la política fiscal dejará atrás el tono contractivo** y podría llegar a ser ligeramente expansiva en el 2015. Las medidas hasta ahora anunciadas no señalan un incremento del esfuerzo fiscal, y la mejora cíclica de los ingresos y la disminución de los tipos de interés a pagar por la deuda con el FLA también permiten reducir las medidas contractivas e incluso incorporar algunas expansivas, como la rebaja de IRPF, que Cantabria implementará desde el primer año, en vez de en dos, y que impacta positivamente en la renta disponible de las familias.

En ese sentido, **los avances en la corrección de los desequilibrios internos** posicionan ahora mismo a Cantabria algo por debajo de lo que lo hacían en 2008, con una **posición relativamente favorable aún, pero menos destacada** (véase el Gráfico 3.27), fundamentalmente por la menor rapidez en la corrección del endeudamiento, y por una tasa de paro regional cuyo diferencial con la nacional se reduce, lo cual constituye un reto de primera magnitud para el largo plazo.

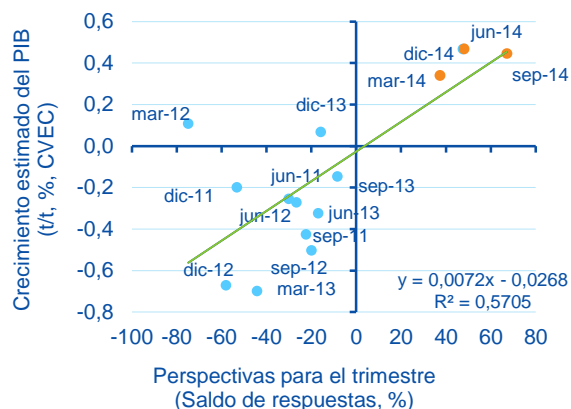
Respecto al **mercado inmobiliario, la excesiva dependencia de la demanda doméstica condicionará la evolución del mismo**. Además, teniendo en cuenta unas perspectivas de crecimiento inferiores a la media y la escasa incidencia de la demanda extranjera en el mercado inmobiliario cántabro, no se espera que la recuperación de las ventas en los próximos trimestres supere a la del conjunto nacional. Sin embargo, dado el escaso volumen de viviendas sin vender existente en la región, incluso con una reactivación de la demanda más modesta, podría producirse una recuperación de la actividad constructora más intensa que en otras regiones castigadas por la sobreoferta de viviendas nuevas. Por su parte, tras el importante crecimiento de la licitación en 2013, los datos de los primeros ocho meses apuntan también hacia un nuevo aumento de la obra pública a lo largo de 2014, aunque esta vez será, previsiblemente, a tasas inferiores a la media nacional.

Por tanto, el posible crecimiento de la obra pública, unido a la tendencia de estabilización que muestra la construcción residencial –aunque anclada en niveles históricamente bajos– permitirán que **la inversión en construcción deje de ser un lastre para la economía y aporte crecimiento durante el próximo año**. Una recuperación que, pese a partir de unos niveles históricamente bajos, se iniciará de manera más suave que en otras ocasiones, requiriendo de la reactivación de la demanda interna para ganar tracción.

Finalmente, la previsible **disminución del precio del petróleo supone un riesgo al alza sobre estas previsiones**, por sus efectos a través de tres vías: mejora la renta disponible de las familias, la reducción del costo de producción de las empresas y la menor factura energética para el transporte.

Gráfico 3.26

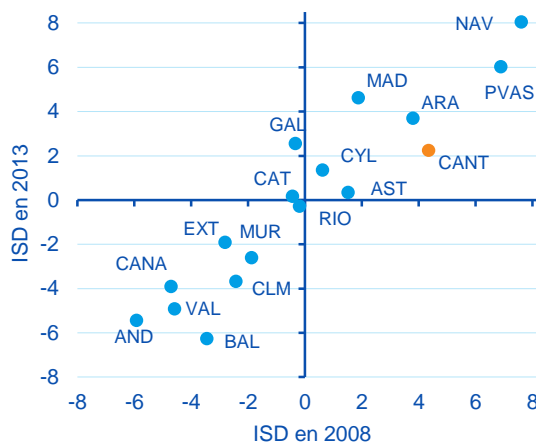
**Cantabria: Encuesta BBVA de Actividad Económica (% saldos de respuestas extremas) y previsiones PIB Modelo MICA (% t/t)**



Fuente: BBVA

Gráfico 3.27

**Indicador Sintético de Desequilibrios (ISD) de las CC. AA.**



Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

## Mejorar la productividad por empleado e incrementar la actividad laboral, los mayores retos para Cantabria

Más a medio plazo, la economía de Cantabria enfrenta varios retos. Para analizarlos, resulta útil la siguiente descomposición de los factores que determinan el PIB per cápita (PIBpc):

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

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

El Gráfico 3.28 presenta los resultados de esta descomposición en relación al conjunto de la economía española. La principal conclusión es que **Cantabria no ha mejorado su posición relativa frente al conjunto de España en términos de PIB per cápita desde comienzos de la década de los años 90**, a consecuencia fundamentalmente, de **una reducción progresiva de su ventaja relativa en productividad (PIB por ocupado) desde mediados de los noventa**: la productividad cántabra pasó de ser el 106,5% de la media española en 1995, a finales del anterior periodo de crisis, a un mínimo de 99,4% en 2009, a comienzos de la fase de crisis actual.

Aunque la mayoría de las comunidades del cantábrico reflejan un envejecimiento superior a la media, éste no es el caso en Cantabria, cuya ratio de población en edad de trabajar se mueve, en las últimas tres décadas, en niveles muy similares a los del conjunto de España. Sin embargo, es en **el mercado laboral donde marca las diferencias** más importantes con la media española. Por un lado, la participación en el mercado laboral refleja un peor comportamiento relativo desde mediados de la década pasada (alcanzando un mínimo de 87,1% de la media española en 2012), aunque este hecho se ve compensado por una **mejora de su tasa de paro relativa**: la tasa de ocupados alcanza un máximo de 109,1% en 2012.

La combinación de los factores anteriores da lugar a que **aunque Cantabria supere ligeramente la media española en productividad prácticamente todos los años (y en particular desde 2010), no supera la media española en términos de PIB per cápita desde 1990**. Además, esta ventaja en productividad se ha ido reduciendo: durante la última fase expansiva, por el fuerte crecimiento del empleo en la construcción (alcanzó el 13,5% del empleo en Cantabria en 2008, frente al 11,8% en España); y durante la crisis, por las dificultades experimentadas por el sector industrial. La tendencia de mejora de la productividad desde 2009 es un aspecto favorable para esta economía, pero **continuar incrementándola, a la par que se aumenta la tasa de actividad, se presentan como los mayores retos a medio plazo para la región**. Para ello, será necesario incrementar el esfuerzo en I+D, el tamaño medio de las empresas, la internacionalización de las mismas, así como la mejora del capital humano.

Estos retos a los que se enfrenta la economía cántabra deben ser apuntalados desde el punto de vista del marco regulatorio. En primer lugar, la reforma de las **políticas activas de empleo** condiciona el reparto de los recursos al rendimiento de las políticas impulsadas por las comunidades autónomas. Por tanto, debería promoverse la mejora de la medición de este rendimiento y la transparencia sobre los resultados.

Además, **Cantabria podría obtener importantes beneficios del proceso de implantación de medidas que favorezcan la unidad de mercado**, simplificando los trámites necesarios para que las empresas actúen en el territorio. En este sentido, hay ámbitos en los que podría avanzarse, como la regulación del sector turístico o los horarios comerciales, pero estas mejoras deben producirse también en otro tipo de regulaciones que permitan reducir el coste de operación de las empresas. Entre otros aspectos, y como se refleja en Situación España<sup>17</sup>, si España hubiera adoptado las mejores prácticas en la regulación de servicios en el pasado, las exportaciones nacionales serían cerca de un 20% más elevadas. Dado que existe amplio margen de mejora en el marco regulatorio, se podría esperar un impulso significativo del sector exterior apoyado en mejoras de la competencia en los mercados de servicios.

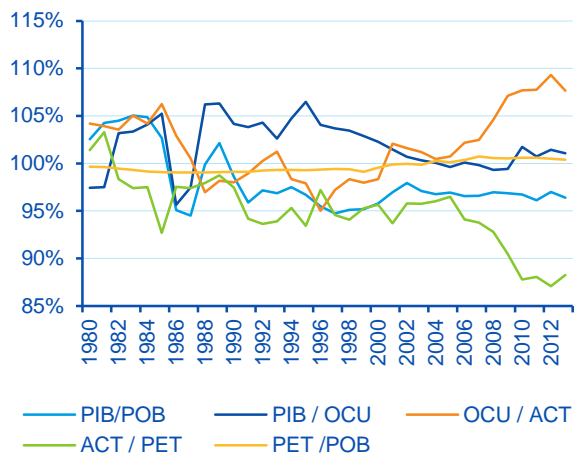
En resumen, para garantizar un crecimiento sólido, estable y recurrente del PIB per cápita en el futuro, la región necesita redoblar los esfuerzos en tres sentidos: en primer lugar, es clave la corrección de los desequilibrios aún existentes, especialmente los relacionados con el mercado laboral y el endeudamiento. En segundo lugar, la región debe aplicar políticas encaminadas a la mejora del capital humano, físico y tecnológico, que le permita incrementar la diversificación de sus exportaciones. Y en tercer lugar, se deben tomar medidas encaminadas a incrementar el atractivo de la región como foco receptor de inversión, tanto a nivel doméstico como extranjero.

---

17: Véase Situación España correspondiente al Segundo Trimestre de 2014 disponible en: [https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2014/05/1405\\_Situacion\\_Espana1.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2014/05/1405_Situacion_Espana1.pdf)

Gráfico 3.28

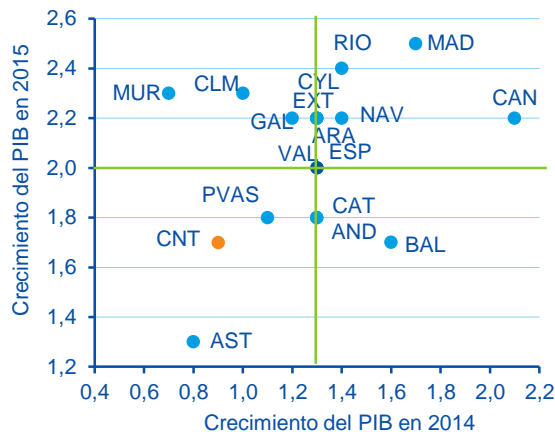
**Descomposición del PIB per cápita del Cantabria (España =100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.29

**Previsiones y crecimiento del PIB por CC. AA. (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 3.1

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

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

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Recuadro 1. Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria en el 3<sup>er</sup> trimestre de 2014: sigue la expansión económica, con una visión más moderada sobre el cuarto trimestre del año

Desde el segundo trimestre de 2010, BBVA Research cuenta para Cantabria con una importante herramienta de análisis de la economía regional, de periodicidad trimestral. La Encuesta BBVA de Actividad Económica, dirigida a los empleados de la red de oficinas del banco, pregunta por la evolución de las principales variables de actividad en el ámbito geográfico de influencia de cada oficina y sus perspectivas a corto plazo<sup>18</sup>.

Los resultados de la encuesta en el tercer trimestre de 2014 señalan que **la expansión económica de la actividad en Cantabria continuó durante dicho trimestre** (el saldo neto de respuestas se ubicó en 24 p.p., nivel similar al de la anterior oleada), **si bien se modera la visión de los encuestados sobre la dinamización de la misma para el siguiente trimestre** (saldo neto de respuestas de +37 p.p. vs +68 p.p. del 2T14), lo que está en línea con el escenario de BBVA Research para la región (ver Gráficos en texto general), tras la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la eurozona.

**El porcentaje de encuestados que considera que la actividad se incrementó en el trimestre se ubicó en el 29%, frente al 34% del trimestre anterior.** Quienes perciben caídas de actividad se reducen marginalmente al 5% (frente al 7% en 2T14), con lo que siguen siendo mayoría (65% de los encuestados) los que perciben estabilidad. Por tanto, **el saldo neto de respuestas sigue siendo positivo en 3T14 e indica que la recuperación económica sigue en curso durante este trimestre, por cuarto trimestre consecutivo.** En términos interanuales, el saldo neto de respuestas (+24 p.p.) se sitúa claramente

en terreno expansivo, frente al saldo negativo de hace un año (-25 p.p.).

**Las perspectivas económicas para el siguiente trimestre siguen siendo positivas: el 38% de los encuestados opina que la actividad mejorará, mientras un 6% prevé que empeorará.** Sin embargo, **la visión optimista sobre el siguiente trimestre se ha moderado**, ya que en 2T14 dos tercios de los encuestados preveían expansión y el otro tercio preveía estabilidad (saldo: +34 p.p., véase Cuadro R.1.1). Dichos resultados coinciden en el tiempo con cierto incremento de las tensiones financieras, así como con la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la eurozona y, por extensión de España que, sin embargo, se mantienen con una previsión de crecimiento positiva.

Los indicadores que presentan un **mayor empeoramiento intertrimestral son la inversión y el empleo en el sector servicios (en torno a 30 p.p. de caída del saldo neto) y exportaciones (20 p.p. de caída)**, si bien el saldo neto de respuestas sigue siendo positivo en ellos. En el trimestre, los **indicadores de inversión sectoriales presentan también un empeoramiento en la industria (-7 p.p.) y sector primario (-12 p.p.)**, mientras que **la inversión en nueva construcción mejora 14 p.p. y se ubica con saldo neto positivo por primera vez desde que se realizan encuestas en la red de Cantabria** (véase Gráfico R.1.1). La percepción de los encuestados sobre la cartera de pedidos y la producción industrial también mejora respecto del trimestre anterior. En el caso del turismo, los **encuestados mantienen una visión muy positiva**, con un 62% de los encuestados que prevén mejoras en el sector.

18: 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, 2<sup>o</sup> trimestre de 2014, disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

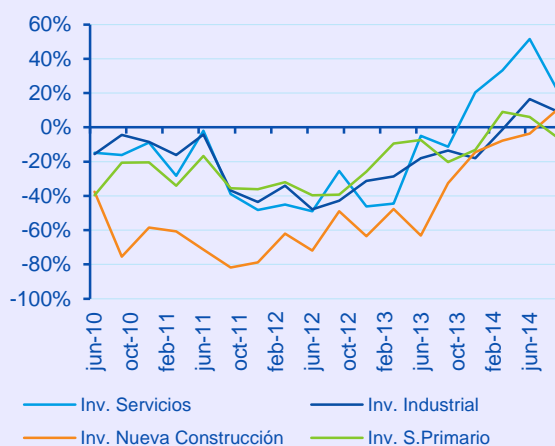


En visión interanual, las previsiones mejoran más en indicadores del mercado de trabajo y los relacionados con la demanda (pedidos, ventas o inversión), que en los relacionados con la demanda exterior (exportaciones o turismo), que anteriormente presentaban mejores registros. Ello es coherente con el patrón de crecimiento actual, más basado en la recuperación de la demanda interna.

En definitiva, la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria confirma el escenario de una progresiva recuperación, no exenta de dificultades (ver Gráfico R.1.1). Como reflejan los indicadores sectoriales, esta recuperación sigue apoyada en la demanda exterior (exportaciones y turismo) pero la impulsan los servicios y, con menor vigor, industria y construcción.

Gráfico R.1.1

**Encuesta de BBVA de Actividad Económica en Cantabria. Saldos de respuestas. Inversión por sectores**



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1

**Encuesta de Actividad Económica. Resultados generales de Cantabria**

(%) de respuestas	3er Trimestre 2014			2º Trimestre 2014			3er Trimestre 2013		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	29	65	5	34	58	7	13	48	38
Perspectiva para el próximo trimestre	44	50	6	67	33	0	11	62	27
Producción industrial	19	78	2	11	87	2	8	70	22
Cartera de pedidos	25	75	0	24	72	4	13	56	30
Nivel de estocs	14	86	0	14	78	7	12	75	12
Inversión en el sector primario	8	78	14	10	87	4	6	69	26
Inversión industrial	12	85	3	18	81	1	2	82	16
Inversión en servicios	31	60	9	53	46	1	21	46	33
Nueva construcción	19	73	9	10	77	13	4	58	37
Empleo industrial	24	68	9	14	84	1	6	46	48
Empleo en servicios	35	54	11	57	42	1	35	42	24
Empleo en construcción	7	81	12	8	78	13	2	58	39
Precios	9	84	6	12	87	1	20	71	9
Ventas	19	68	13	17	74	9	10	40	49
Turismo	62	36	2	63	37	0	56	40	3
Exportaciones	17	81	2	34	66	0	19	72	9

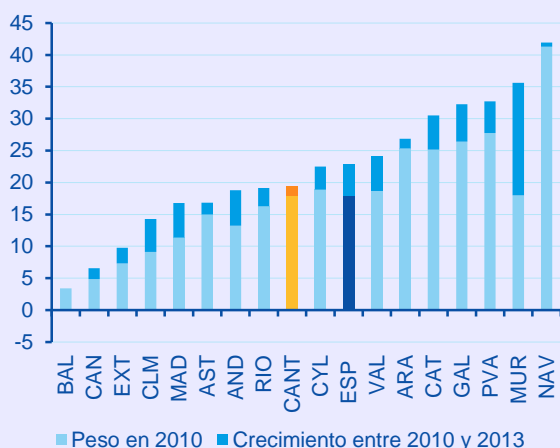
(\*) Saldo de respuestas extremas  
Fuente: BBVA Research

## Recuadro 2. La diversificación de las exportaciones como factor explicativo del crecimiento regional<sup>19</sup>

El peso de las exportaciones de bienes<sup>20</sup> sobre el PIB ha aumentado de manera significativa en la mayoría de las CC. AA. desde 2009 hasta superar el 20% en promedio (véase el Gráfico R.2.1). Los esfuerzos en la reducción de costes laborales, las mejoras en la productividad y la estrategia de diversificación de las exportaciones españolas hacia mercados emergentes se han configurado como los pilares del crecimiento del sector<sup>21</sup>, convirtiéndolo en el principal elemento dinamizador de la actividad económica.<sup>22</sup>

Gráfico R.2.1

**Evolución del peso de las exportaciones de bienes sobre el PIB de las CC. AA.**<sup>23</sup>



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

El presente recuadro resume los resultados de BBVA Research (2014), cuyo principal objetivo es establecer cuánto del mencionado crecimiento de las exportaciones se debe a la diversificación del sector exterior y cuánto ha contribuido este

proceso a la mejora del PIB per cápita (PIB pc) tanto en el período anterior como posterior a la crisis. Los **principales resultados** que se desprenden del análisis se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. **Las CC. AA. han llevado a cabo un proceso de diversificación de las exportaciones que se ha visto acentuado en los últimos 4 años**, lo que ha permitido un crecimiento robusto de las mismas pese al deterioro de la demanda de los socios comerciales tradicionales. Este proceso explica el 75% del comportamiento de éstas desde 2009.
2. El aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,2 puntos porcentuales (pp) anualmente al crecimiento del PIB pc durante la crisis. Ello implica que, **de no haberse producido el proceso diversificador, la caída del PIB pc habría sido un 28% mayor en el conjunto del periodo recesivo.**

### El caso de Cantabria

**El sector exterior cántabro ha realizado un proceso de diversificación significativo.** Esto le ha permitido avanzar posiciones en el grado de diversificación por destino respecto a otras CC. AA., aunque aún se sitúa por debajo de la media en 2012. Por otro lado, **en la diversificación de los productos Cantabria es de las regiones que menor esfuerzo ha realizado**, por lo que los avances en este ámbito no han sido tan destacables como los llevados a cabo en los destinos geográficos.

19: En el Recuadro 3 de Situación España Primer Trimestre de 2014 se examina en profundidad el modelo empleado para el análisis recogido en esta sección. El Recuadro se encuentra disponible aquí: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1402\\_Situacion\\_Espana\\_tcm346-423173.pdf?ts=1222014](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf?ts=1222014).

20: Las restricciones de datos de exportaciones de servicios a nivel regional implican que el análisis se limita a las exportaciones de bienes facilitadas por Aduanas.

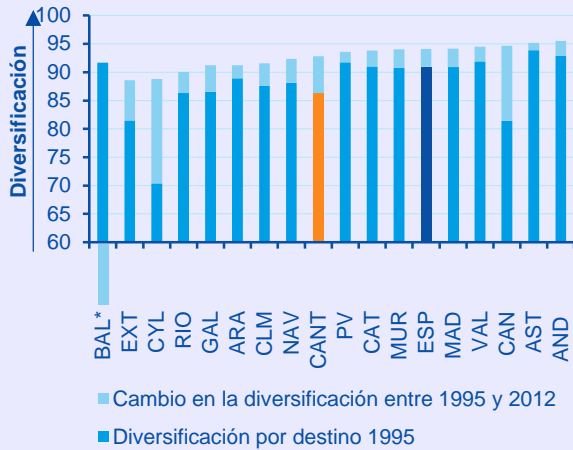
19: Véase IMF (2013) Country Report No. 13/232 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13232.pdf>

21: En el Recuadro 1 de Situación España Cuarto trimestre 2013 se examinan los hechos estilizados de la economía española, donde se constata el carácter adelantado de las exportaciones respecto al ciclo económico. Véase [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1311\\_Situacionespana\\_tcm346-410394.pdf?ts=2812014](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1311_Situacionespana_tcm346-410394.pdf?ts=2812014)

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

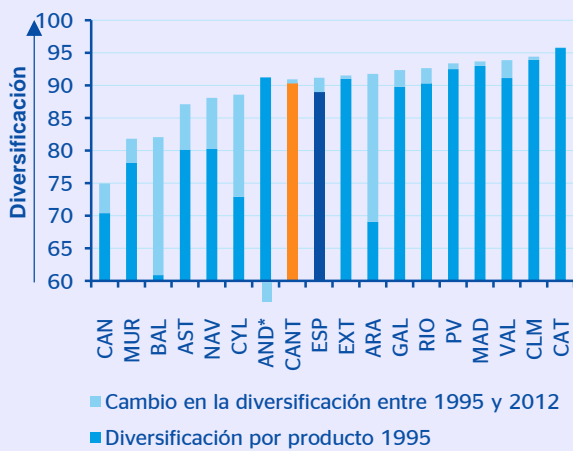
23: Se excluye de este análisis a las regiones insulares, por la especial dependencia del comercio de servicios (especialmente turísticos) y los efectos de arrastre de éste sobre las exportaciones energéticas.

Gráfico R.2.2  
**Diversificación por destino de las CC. AA.<sup>24</sup> (1995-2012)\*\***



\* Baleares reduce su diversificación en 8 pb.  
 Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico R.2.3  
**Diversificación por producto de las CC. AA. (1995-2012)\*\***



\* Andalucía reduce su diversificación en 0,8 pb.  
 Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

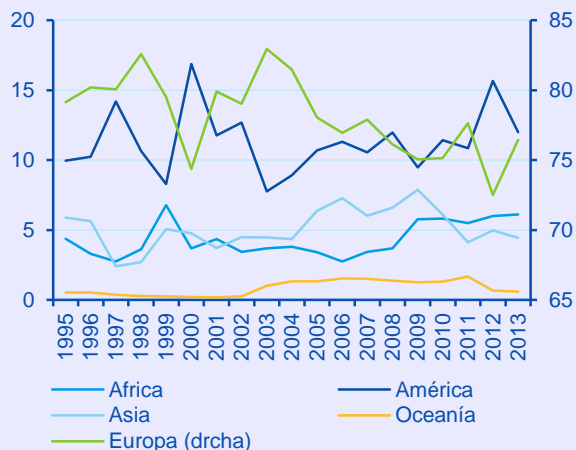
Como se aprecia en el Gráfico R.2.4 el proceso de diversificación de los destinos ha estado liderado principalmente por América (con Estados Unidos, Brasil, México y Chile como los principales destinos de sus exportaciones) que ya representa casi el 12% de las exportaciones

cántabras y que ha experimentado crecimientos de más del 67% desde 2009. También es destacable el papel de **África** (con Marruecos, Argelia y Túnez como sus principales socios comerciales) que se sitúa en 2013 como el **tercer destino de las exportaciones de Cantabria** y con crecimientos desde que empezara la crisis próximos al 40%. Por otro lado, **Asia es la región que experimenta un peor comportamiento**, con una caída de las exportaciones próxima al 25% desde 2009 ha perdido gran parte del camino recorrido hasta esta fecha, cuando suponía alrededor del 8% de las exportaciones de la región. Por último, **los socios comunitarios han perdido más de 6pp desde que registraran su máximo en 2003** (82,9% sobre el total) a pesar de haber registrado aumentos de las exportaciones del 34% desde que comenzara la crisis (54% desde 2003). A pesar de los avances realizados por el sector exterior de la región, la diversificación por destino ha tenido lugar principalmente entre los años 2003 y 2009 liderada por la disminución del peso importador de Europa y el ascenso de Asia y América.

Por el lado del producto, **el proceso de diversificación ha sido poco significativo**. Tal y como muestra el Gráfico R.2.5 **los bienes de equipo y las semi-manufacturas siguen representando dos tercios de las exportaciones cántabras**. Es destacable el aumento que el peso de las materias primas ha experimentado en los últimos años (6pp desde 1995). Por otro lado, la importancia del resto de sectores no han sufrido cambios relevantes y continúan cercanos o por debajo del 10%.

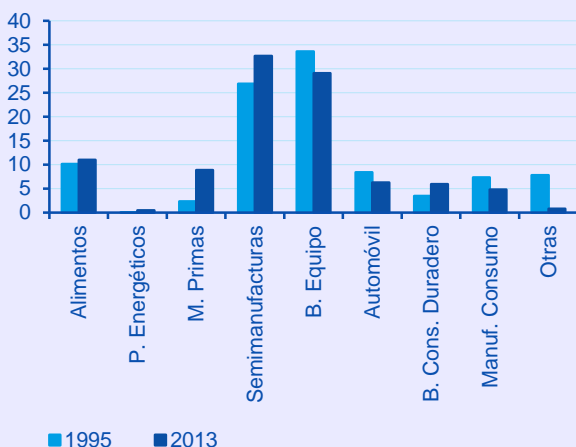
24: La diversificación se mide a través de la siguiente expresión: (100-IH), siendo IH el Índice de Herfindhal en base 100. Por lo que un aumento de la variable diversificación muestra un incremento de la diversificación de las exportaciones.

Gráfico R.2.4  
**Distribución de las exportaciones de bienes cántabros por áreas geográficas**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico R.2.5  
**Distribución de las exportaciones de Cantabria por sectores económicos**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

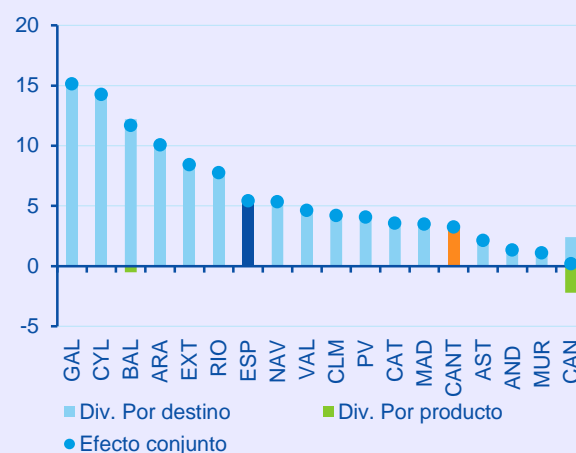
Como ya se ha mencionado, en BBVA Research (2014) se construye un modelo para cuantificar los beneficios del proceso de diversificación de las exportaciones de las distintas comunidades autónomas. Los **principales resultados** del modelo para la economía cántabra son:

1. **La diversificación de las exportaciones de la región** (principalmente por destino) **explicaría un crecimiento de las mismas del 4% desde 2009** (Véase el Gráfico R.2.6) **frente al 13,1% que han aumentado durante dicho periodo anualmente**. Es decir, el proceso de diversificación es responsable de

30% del incremento de las exportaciones durante los últimos 5 años.

2. El aumento de las exportaciones producido por la diversificación ha contribuido en 0,04 p.p. anualmente al crecimiento del PIB pc durante la crisis. Ello implica que, de **no haberse producido el proceso diversificador, la caída del PIB pc habría sido un 7% mayor en el conjunto del periodo recesivo**.

Gráfico R.2.6  
**Contribuciones al crecimiento de las exportaciones en promedio anual (2009-2012)**



Fuente: BBVA Research

En síntesis, **la capacidad de las empresas de la región para orientar sus productos hacia mercados más dinámicos ha tenido un efecto positivo sobre las exportaciones, que se traslada significativamente al PIB pc cántabro**. Todo ello ha contribuido a que -a diferencia de otros componentes de la demanda- **las exportaciones** hayan tenido un comportamiento diferencial, especialmente **durante la crisis**, en la que **han amortiguado la caída del PIB pc**. A pesar del esfuerzo realizado por Cantabria principalmente por destino, el avance de la internacionalización puede continuar a fin de consolidar la recuperación económica en la región. En este sentido, debería aprovecharse el diferencial de crecimiento existente entre economías desarrolladas y emergentes, al mismo tiempo que se disminuye el factor riesgo derivado del efecto cartera.

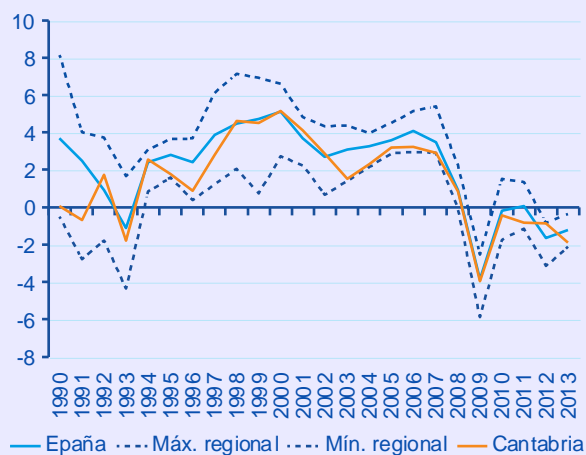
### Recuadro 3. ¿Cuál es la sensibilidad de Cantabria al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR<sup>25</sup>

#### Introducción

En las tres décadas previas al año 2007, la economía cántabra experimentó un crecimiento sostenido, que, en media, superó el 2,5% anual. Pese a este periodo de bonanza económica, **la actividad doméstica se vio afectada por diferentes eventos exógenos que impactaron con distinta intensidad a Cantabria, así como por factores idiosincráticos propios de la región** (véase el Gráfico R.3.1).

Gráfico R.3.1

**Cantabria y España: crecimiento anual del PIB (a/a, %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El objetivo de este recuadro es tratar de cuantificar los impactos de algunos de estos eventos sobre el crecimiento, así como ayudar a explicar una parte de la heterogeneidad que se observa a nivel regional. En este contexto, se requieren herramientas estadísticas que permitan capturar en detalle el patrón de interrelaciones económicas entre las distintas regiones de la economía española y Europa. Para ello, **este trabajo introduce una nueva herramienta macroeconómica de naturaleza multirregional (BBVA-RVAR)** que permite, entre otras utilidades, cuantificar los efectos y la

transmisión de los *shocks* generados tanto a nivel europeo y nacional, o los originados dentro de las propias comunidades autónomas, haciendo uso del componente espacial/comercial entre regiones.

Lo anterior resulta especialmente importante, sobre todo en un entorno, que, como se explica en la Sección 2 de esta publicación, apunta a una desaceleración de la actividad en el conjunto de la UEM. Los resultados señalan que, en el corto plazo, **una disminución de 1,0 pp en el PIB europeo, se traduce en una caída de un 1,2 pp en el PIB cántabro**. En sentido opuesto, **una depreciación del 10% del tipo de cambio euro/dólar, podría contribuir en 0,6 pp al crecimiento del PIB regional**. Estas elasticidades se muestran en línea con las estimadas para el agregado nacional, donde ambos eventos tendrían un impacto de -0,9 pp y +0,5 pp respectivamente. Finalmente, se observa que en ambos casos el grado de apertura comercial puede introducir cierta heterogeneidad en el impacto medio esperado de los *shocks* a nivel autonómico. En particular, Cantabria presenta una dependencia comercial de la UEM superior a la media, que podría estar detrás de unos impactos marginalmente mayores a los esperados para el agregado nacional.

Las siguientes secciones introducen una breve síntesis de la metodología utilizada para, a continuación, presentar los resultados. El recuadro concluye con propuestas sobre algunos de los factores que podrían estar detrás de la heterogeneidad que se observa como respuesta a los diversos *shocks*.

#### Metodología y relación con la literatura

**El modelo utilizado para el análisis de la interdependencia de la Cantabria con el resto de comunidades autónomas aprovecha los avances recientes en la metodología de estimación de modelos macroeconómicos a**

25: Para un análisis más detallado, véase Situación España Cuarto Trimestre 2014, disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-cuarto-trimestre-2014/>.

escala global y más específicamente los desarrollos metodológicos asociados a los modelos de Vectores Autorregresivos Globales (GVARs por sus siglas en inglés) introducidos por Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005). Más concretamente, el BBVA-RVAR es un modelo de Vectores Autorregresivos Multirregional de periodicidad trimestral<sup>26</sup> que, cubriendo la muestra 1980-2013, captura la interrelación del crecimiento del PIB y la variación del tipo de cambio real de cada una de las CC. AA. españolas y la UE sirviéndose de las relaciones comerciales bilaterales<sup>27</sup>. Los modelos individuales son posteriormente acoplados de manera consistente y cohesiva para generar pronósticos y simulaciones para todas las variables de manera simultánea. Finalmente, mediante la agregación de los resultados regionales, se captura la interacción del conjunto de la economía española<sup>28</sup>.

**En la literatura económica** puede encontrarse abundante información relacionada con el análisis de las transmisiones de los ciclos económicos globales y nacionales<sup>29</sup>, destacando el rol de la economía estadounidense como principal exportador neto de *shocks* al resto del mundo. No obstante, **sigue existiendo una carencia de este tipo de análisis que estudien la transmisión de dichos shocks a las distintas economías regionales** (o a escala intranacional). Por tanto, en relación a la literatura previa, este trabajo trata de contribuir en varios aspectos.

En primer lugar, **se propone una adaptación de los modelos autorregresivos globales al análisis de la economía regional** en línea a lo planteado por Vansteenkiste (2006) para el mercado inmobiliario estadounidense y Ramajo et al. (2013) para los flujos de capital en España. No obstante, el presente ejercicio se centra en las principales variables macroeconómicas (actividad y precios), manteniendo el esquema de Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Pesaran et al. (2005) adaptado a una óptica regional.

La segunda característica distintiva del presente ejercicio es la **utilización de las matrices de comercio inter-regional de bienes<sup>30</sup> como base de la solución del problema de sobreidentificación** que plantea la estimación de estos modelos frente a la utilización de matrices espaciales en Vansteenkiste (2006) y de elaboración propia en Ramajo et al. (2013). En línea con Baxter y Kouparitsas (2004) se encuentra que el comercio bilateral ofrece los resultados más robustos.

En tercer lugar, **se profundiza en la obtención de resultados basados en las funciones de impulso respuesta y se incorporan ejercicios de pronósticos**. El primero de ellos puede obtenerse desde una perspectiva de ortogonalización del *shock* (OIRF) o desde la perspectiva de las funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF)<sup>31</sup> propuestas por Koop et al. (1996) y desarrolladas posteriormente por Pesaran y Shin (1998) para modelos VAR. Por su parte, los pronósticos pueden (o no) ser condicionados a

26: El PIB regional es publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) desde 1980 con una periodicidad anual. En aras de aumentar la capacidad explicativa del modelo y captar los shocks de más corto plazo, se propone una desagregación temporal de las series mediante un modelo de factores dinámicos (DFM) en línea con lo propuesto por Camacho y Domenech (2010) para el modelo MICA-BBVA. Para una información más detallada véase "MICA-BBVA: A Factor Model Of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting" disponible en <https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

27: Esta metodología, adoptada en la construcción de los modelos de vectores autorregresivos globales (GVARs) propuesta por Hashen Pesaran, Til Schuermann y Scott Weiner (2004), resuelve el problema de "sobrepesamiento" que a priori presentan estos modelos, al mismo tiempo que permite un marco flexible para el uso en multitud de aplicaciones.

28: Para un análisis más detallado, véase Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "BBVA-RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).

29: A modo ilustrativo, véanse: Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issue, IMF Country Report No. 11/185 y Menzie D Chinn (2013): Global spillovers and domestic monetary policy, BIS Working Papers, No 436.

30: Debido a la inexistencia de registros de exportaciones de servicios a nivel regional, los datos utilizados se restringen al comercio de bienes, lo que podría ocasionar problemas de infraestimación en aquellas regiones donde el peso de las exportaciones de servicios sea significativo.

31: La metodología de funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF) propuesta por Koop et al. (1996) son una alternativa a las funciones de impulso respuesta ortogonalizadas (OIRF) de Sims (1980). Mientras que las OIRF requieren que las impulso respuestas sean computadas respecto a una serie de shocks ortogonalizados, las GIRF consideran shocks a los errores individuales e integra los efectos de los otros shocks usando la distribución observada de todos ellos sin necesidad de ortogonalización. De este modo, en contraposición a las OIRF, las GIRF no varían ante cambios en la ordenación de exogeneidad de variables y regiones, lo que, dado las características del modelo, supone un marco ideal para analizar los shocks del conjunto de la economía española.

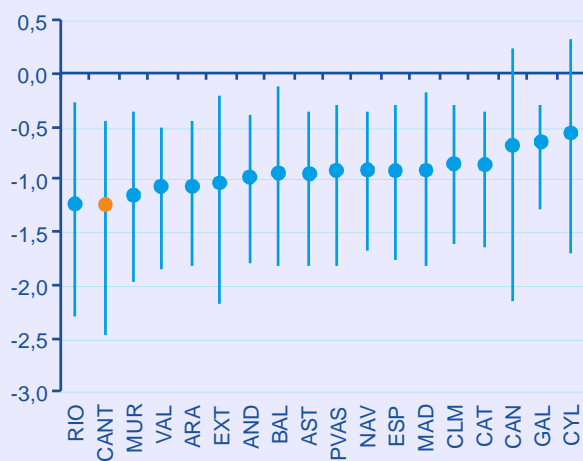
distintos escenarios de la economía española y/o europea permitiendo la posibilidad de obtener escenarios de riesgo a nivel de comunidades autónomas siguiendo la metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984)<sup>32</sup>.

### Resultados

Esta sección emplea el BBVA-RVAR para evaluar la evolución esperada del PIB cántabro ante diferentes eventos. Concretamente, se presentan dos ejercicios que tratan de cuantificar, a partir de las OIRF, el impacto de una desaceleración de la actividad en Europa y de una depreciación del euro sobre la economía cántabra.

En primer lugar, el gráfico R.3.2 muestra el impacto anual acumulado, sobre el crecimiento de la actividad económica española, de un hipotético escenario donde el PIB en la UEM creciera un 1% menos de lo esperado. **La elasticidad del PIB cántabro respecto a una revisión en el escenario europeo se presenta en torno a 1,2 pp** con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,5 y el 2,5. Este resultado es ligeramente superior al esperado para para el agregado nacional (0,9 pp), aunque la estimación muestra un intervalo de confianza más amplio (para España el intervalo se acota entre el 0,3 y el 1,7).

Gráfico R.3.2  
**Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM**



Fuente: BBVA Research

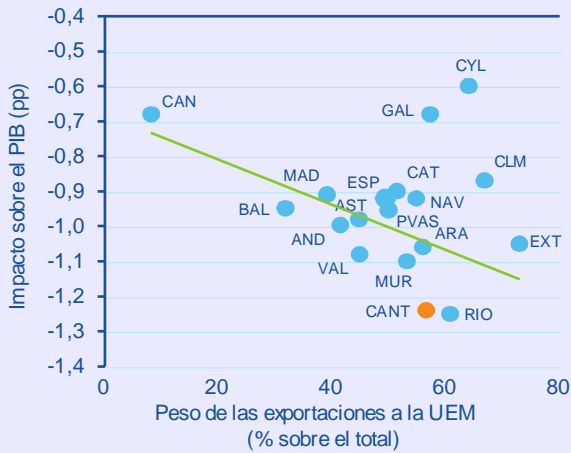
A nivel regional, se encuentra que la diversificación geográfica de las exportaciones<sup>33</sup> explica parte de las diferencias entre comunidades. En el caso de Cantabria, una dependencia comercial de la UEM superior a la media española en las transacciones de bienes explicaría un impacto medio mayor al esperado para el conjunto de España (véase el Gráfico R.1.3).

32: La metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984) proporciona un esquema para la obtención del pronóstico puntual máximo-verosímil sujeto a un escenario dado.

33: Para un análisis más detallado véase el Recuadro 3 del Situación España 1T14 <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/situacion-espana-primer-trimestre-2014/>

Gráfico R.3.3

**Peso de las exportaciones a la UEM y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM**

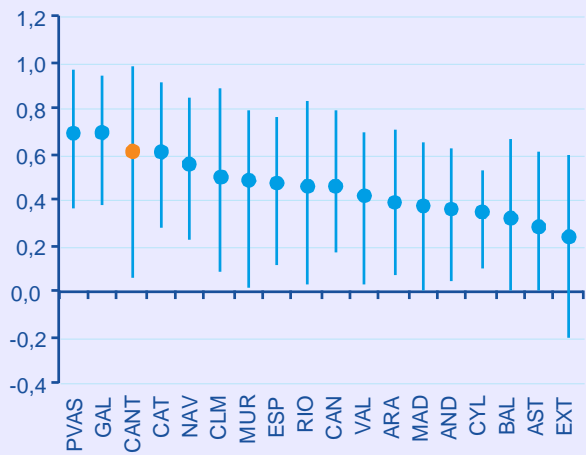


\*Se excluyen de la regresión Galicia y Castilla y León  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

En segundo lugar, el gráfico R.3.4 muestra el impacto en la actividad económica de una depreciación del 10% del valor del euro frente al dólar. Este escenario podría impulsar el PIB cántabro en torno a 0,6 pp durante 2015, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,1 y el 1,0.

Gráfico R.3.4

**Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€**

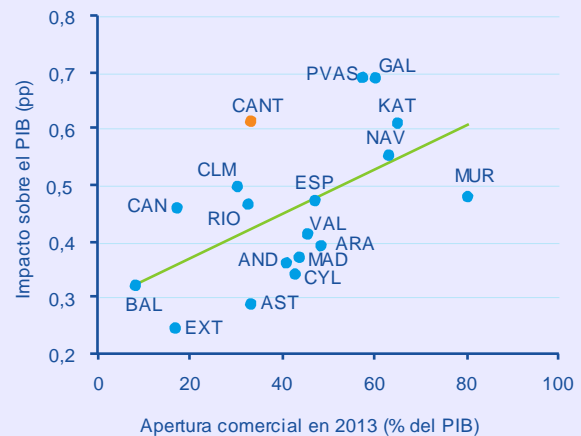


Fuente: BBVA Research

En la medida que la depreciación del tipo de cambio implique unas ganancias de competitividad-precio de los productos locales (sesgando al alza las exportaciones y disminuyendo el atractivo de los productos importados) estos resultados estarían directamente relacionados con el grado de apertura comercial<sup>34</sup> de las diferentes regiones (véase el Gráfico R.3.5). No obstante, la amplitud de las bandas de confianza en el caso de Cantabria invita a tomar estos resultados con cautela. En cualquier caso, la composición de la cesta de productos exportados podría introducir cierto sesgo en las estimaciones y explicar un impacto una décima superior al esperado para el agregado nacional (0,5 pp).

Gráfico R.3.5

**Apertura comercial y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Conclusiones

El presente recuadro presenta una herramienta (BBVA-RVAR) capaz de recoger las interrelaciones regionales y cuantificar la transmisión de los shocks, tanto internos como externos, a lo largo de la economía española. Para ello, el BBVA-RVAR propone una adaptación de la literatura existente concerniente a

34: Entiéndase apertura comercial como la ratio entre la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y el PIB regional



los modelos autorregresivos globales al ámbito del análisis regional de la economía española a la vez que amplía los resultados en términos de ortogonalización de *shocks* y condicionamiento de los pronósticos a distintos escenarios.

En los resultados de los ejercicios presentados en este recuadro se encuentra que i) **un escenario de menor dinamismo económico en Europa se traslada, en media, con una elasticidad ligeramente superior a la unidad al PIB de Cantabria.** En sentido opuesto, ii) **una depreciación del euro tiene un efecto significativo y positivo en la actividad económica cántabra.** Concretamente, una caída de 10 pp de su valor frente al dólar tendría un impacto cercano a 0,6 pp en el PIB regional. Ante ambos eventos, iii) **Cantabria, muestra unas elasticidades similares al conjunto de España.** No obstante, se observa que iv) **el grado de dependencia de la UE en su exposición al sector exterior y su especialización sectorial podrían explicar diferencias marginales respecto al agregado nacional y al resto de CC. AA.**

### Referencias bibliográficas

BBVA Research (2012): *Situación España. Segundo Trimestre 2012*. BBVA. Madrid. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-espana-segundo-trimestre-2012/>.

Baxter y Kouparitsas (2005): "Determinants of business cycle comovement: a robust analysis", *Journal of Monetary Economics* 52 (2005) 113-157

Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).

Clarida y Gali (1994): "Sources of real exchange rate fluctuations: How important are nominal shocks?", NBER Working Paper Series, No 4658.

Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005): "Exploring the international linkages of the euro area: a Global VAR Analysis", ECB Working paper Series No. 568.

Dewachter, Houssa y Toffano (2010): "Spatial Propagation of Macroeconomic Shocks in Europe", Katholieke Universiteit Leuven, Discussions Paper Series (DPS), No. 10.12.

Doan, Litterman y Sims (1984): "Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions", *Econometric Reviews*, Vol.3, No.1, 1-100.

Koop, Pesaran y Potter (1996): "Impulse response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, Vol. 74, 119-147.

Pesaran y Shin (1998): "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models", *Economic Letters*, Vol. 58, 17-29.

Pesaran, Schuermann y Weiner (2004): "Modelling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconomic Model", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol.22, No. 2, 2004).

Ramajo, Marquez y Hewings (2013): "Does Regional Public Capital Crowd Out Regional Private Capital? A Multiregional Analysis for the Spanish Regions", *Estadística Española*, Vol. 55, No. 180.

Vansteenkiste (2007): "Regional Housing Market Spillovers in the US", ECB Working Paper Series No. 708.

## 4 La financiación autonómica: datos para una negociación complicada

Angel de la Fuente - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC)<sup>35</sup>

### 1. Introducción

Tras un cierto tira y afloja, el Gobierno ha anunciado que en pocos meses se iniciará el proceso de análisis y negociación que deberá culminar con la reforma del sistema de financiación regional. Trabajando con datos homogeneizados de financiación autonómica,<sup>36</sup> en la presente nota se destacan algunos aspectos de la evolución reciente del sistema y de su situación actual que pueden ayudar a entender el punto de partida de este proceso y las reivindicaciones de las distintas comunidades.

### 2. Construcción de datos homogéneos de financiación

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

La capacidad fiscal bruta de una región mide los ingresos por tributos cedidos que le habrían correspondido en primera instancia a la misma dado el reparto de recursos fiscales entre las distintas administraciones fijado por el modelo de financiación vigente en cada momento, calculados a igual esfuerzo fiscal, esto es con una normativa tributaria uniforme en todas las regiones. El indicador de capacidad fiscal bruta que aquí se utiliza difiere del oficial por dos razones. La primera es que en él se incluyen los recursos adicionales que Canarias obtiene fuera del sistema ordinario de financiación regional gracias al peculiar Régimen Económico y Fiscal del que disfruta (los llamados Recursos REF)<sup>37</sup>. La segunda es que en su construcción se introducen ciertas correcciones a la recaudación normativa o teórica que ofrece el sistema para ciertos impuestos (los llamados tributos cedidos tradicionales) con el fin de mejorar la estimación de los ingresos que se habrían obtenido con una escala de gravamen única para todo el país.

Para pasar de la capacidad fiscal bruta a la financiación regional, han de tenerse en cuenta las transferencias horizontales y verticales que establece el sistema entre las administraciones autonómicas y la administración central a través de los Fondos de Suficiencia, Cooperación y Competitividad. Puesto que no todas las comunidades autónomas tienen las mismas competencias, del agregado de financiación total así obtenido hay que descontar las transferencias destinadas a financiar ciertos servicios (como las instituciones penitenciarias, la policía o la administración de justicia) cuya gestión sólo ha sido asumida hasta el momento por determinadas comunidades autónomas. Se llega así a un agregado de financiación a *competencias homogéneas* e igual esfuerzo fiscal que permite comparaciones válidas entre regiones<sup>38</sup>. En el cálculo de esta magnitud también se introduce una corrección a las cifras oficiales que sirve para

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

36: Los datos están tomados de de la Fuente (2013). Este trabajo, y la base de datos que en él se construye, están disponibles en [http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1332\\_tcm346-411708.pdf?ts=20112013](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1332_tcm346-411708.pdf?ts=20112013).

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

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

deshacer el muy discutible aumento en la valoración oficial de las políticas de “normalización” lingüística incluido en el acuerdo de financiación de 2009. Tal ajuste se traduce en una corrección al alza de la financiación a competencias homogéneas de las regiones con una segunda lengua cooficial y a la baja en los recursos destinados a competencias singulares en las mismas<sup>39</sup>.

Las series que aquí se utilizan distinguen entre la financiación definitiva que corresponde a cada comunidad autónoma en un año determinado con un criterio de devengo y los ingresos que ésta percibe realmente “por caja” con cargo al sistema durante dicho ejercicio. En el caso de los tributos gestionados directamente por las comunidades autónomas, ambos conceptos coinciden al menos aproximadamente. Sin embargo, en el caso de las transferencias estatales (ligadas por ejemplo al Fondo de Suficiencia) y de los impuestos gestionados por la Agencia Tributaria estatal (incluyendo el IRPF y el IVA), existe una diferencia entre ambos conceptos que puede llegar a ser importante. Lo que las comunidades ingresan realmente a lo largo del año  $t$  son una serie de entregas a cuenta basadas en las previsiones recogidas en los Presupuestos Generales del Estado que se pagan por doceavas partes mensuales así como, en algunos años, ciertos anticipos a cuenta de la financiación definitiva. La diferencia entre los ingresos definitivos que corresponden a cada región en el año  $t$  y las entregas a cuenta y anticipos percibidas por ésta a lo largo del ejercicio se calcula (y generalmente, aunque no siempre<sup>40</sup>, se abona) dos años más tarde, una vez se dispone de todos los datos necesarios para realizar la liquidación del sistema. En ese momento es también cuando se abonan los Fondos de Convergencia, para los que la ley no prevé la existencia de entregas a cuenta. Por lo tanto, en el año  $t$  las regiones ingresan las entregas a cuenta correspondientes al ejercicio en curso y, en principio, la liquidación de  $t-2$ , mientras que la liquidación de  $t$  se realiza en  $t+2$ .

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

Es importante tener presente que tanto la capacidad fiscal como la población ajustada se calculan por procedimientos que pueden ser en alguna medida discutibles y no constituyen por tanto indicadores plenamente objetivos de lo que se pretende medir en cada caso. Así, la capacidad fiscal depende crucialmente de los porcentajes de cesión de las distintas figuras tributarias que se fijan en el modelo de financiación y de las reglas empleadas para territorializar la recaudación de ciertos impuestos, que no son ni mucho menos neutrales. Así por ejemplo, el reparto del IVA sería muy distinto si en vez de basarse en el lugar donde se realiza el consumo se tomase como referencia el lugar de residencia de los consumidores o la población regional (como sucede en Alemania). En cuanto a la población ajustada, se podría argumentar

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

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

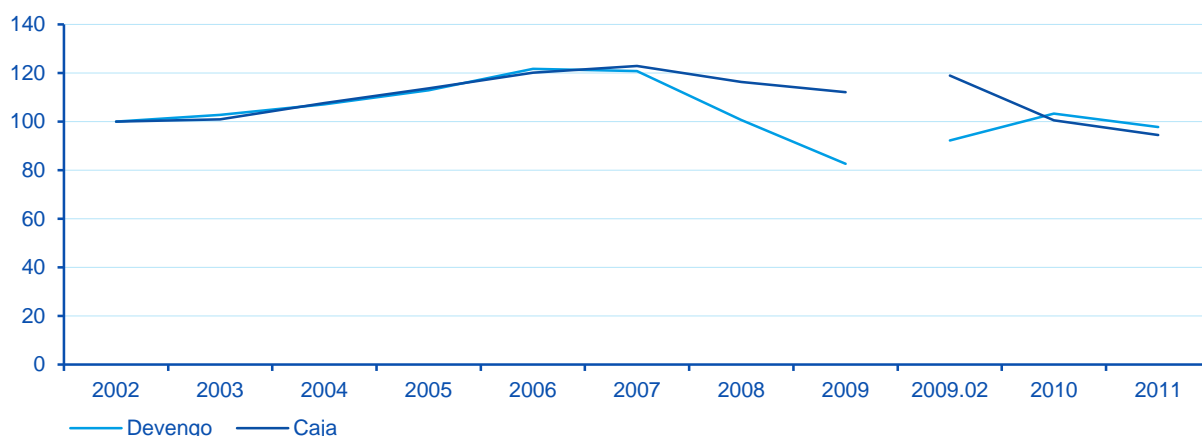
que la fórmula debería incluir también otros factores de coste (como el nivel de precios, la población flotante o una asignación para costes fijos) o que las ponderaciones asignadas a las distintas variables que se incluyen en la fórmula no reflejan bien su peso real en el gasto autonómico. Aún así, hay que decir que, al menos como primera aproximación, ambas variables ofrecen aproximaciones bastante satisfactorias a dos magnitudes muy relevantes a la hora de valorar cualquier sistema de financiación regional: la capacidad de generación interna de ingresos tributarios de cada territorio y los recursos que se necesitarían en cada uno de ellos para poder ofrecer un nivel uniforme de servicios públicos en todo el país.

### 3. La evolución de la financiación media por habitante

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

Gráfico 4.1

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



Fuente: A. de la Fuente

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

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

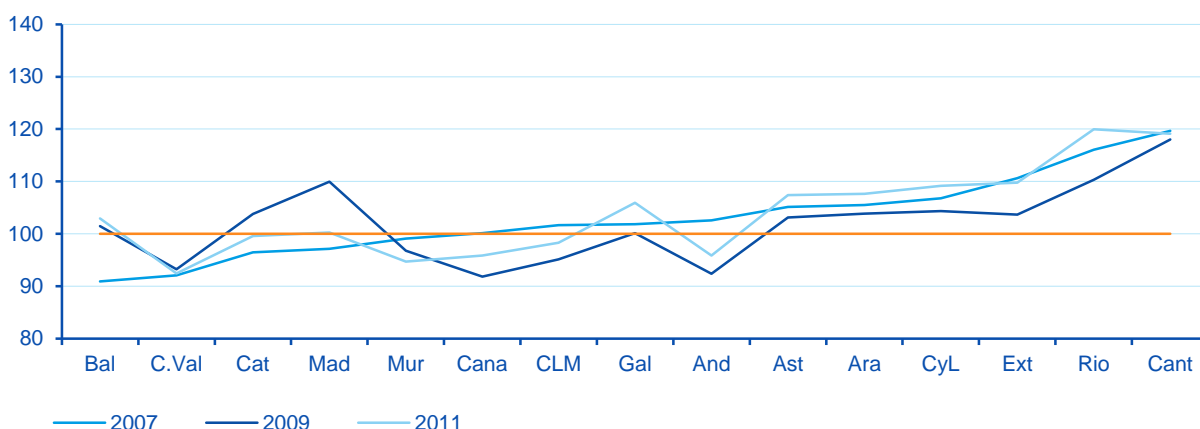
acumulado entre 2007 y 2011 supera el 20% en ambos casos y deja a las comunidades autónomas ligeramente por debajo de los niveles de ingresos reales por habitante registrados en 2002.

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

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

Gráfico 4.2

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



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

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

El reparto de 2009, sin embargo, era bastante atípico, por dos razones. La primera es que la dotación del Fondo de Suficiencia en ese año fue extraordinariamente baja debido al colapso de la recaudación tributaria y al exceso de entregas a cuenta (que se deducen del agregado de ingresos estatales a cuya evolución se referencia la dotación agregada de este Fondo). Y la segunda es que para ese año se fijaba un criterio extraordinario de reparto del Fondo de Competitividad que en la práctica servía para eximir a Madrid y a Cataluña del techo que la ley fija a tal Fondo<sup>41</sup>. Una vez normalizada la situación en 2010 y 2011, Cataluña y Madrid (pero no Baleares, que partía de mucho más abajo) pierden el grueso de sus ganancias y se quedan prácticamente en la media mientras el resto de las regiones recuperan al menos parte del terreno perdido. Tomando el período 2007-11 en su conjunto, las regiones que estaban a la cabeza del *ranking* en 2007 terminan mejorando su posición relativa, y son Andalucía (que pierde 6,7 puntos entre 2007 y 2011), Murcia (-4,4) y Canarias (-4,3) las que salen peor paradas. Mención aparte merece el caso de Valencia, que

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

mantiene prácticamente invariante su financiación relativa y pasa al último puesto del *ranking* una vez superada por Baleares tras la reforma de 2009.

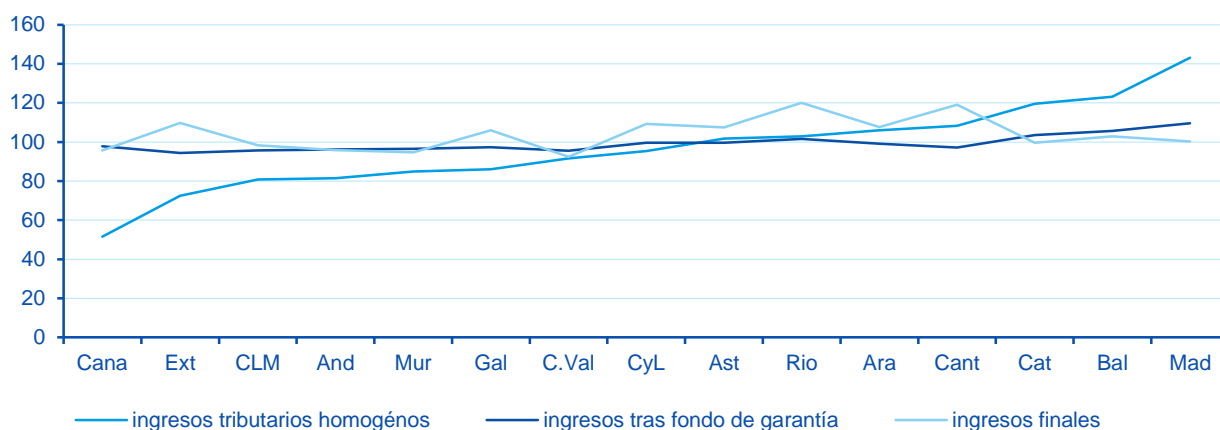
### 5. La situación en 2011 y los efectos redistributivos del sistema

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

El Gráfico 4.3 nos permite visualizar el impacto de los diferentes componentes del sistema de financiación sobre los recursos con los que cuenta cada región. Una vez realizada la asignación preliminar de recursos mediante la cesión de impuestos, las comunidades autónomas aportan un 75% de sus ingresos tributarios teóricos (calculados con las reglas del sistema) a un saco común que se reparte (junto con una aportación adicional del Estado) en proporción a la población ajustada. Este mecanismo de redistribución fundamentalmente horizontal, conocido como Fondo de Garantía, reduce enormemente las disparidades de recursos entre regiones (la desviación estándar del índice de financiación cae desde 21,6 hasta 4,1) respetando básicamente la ordenación inicial de las comunidades autónomas por capacidad fiscal bruta<sup>42</sup>. El efecto de las transferencias verticales que nos llevan de la línea azul clara a la azul oscura es, sin embargo, muy diferente: este elemento del sistema casi dobla la dispersión de la financiación por habitante ajustado (que pasa de 4,1 a 8,1) y altera por completo la ordenación de las comunidades autónomas hasta hacer que el reparto final de la tarta no se parezca en nada a la distribución inicial de los ingresos tributarios brutos. Con las transferencias verticales de esta última etapa, por ejemplo, Extremadura gana doce puestos en el *ranking* de financiación por habitante ajustado, mientras que Madrid y Cataluña pierden ocho y siete puestos respectivamente.

Gráfico 4.3

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



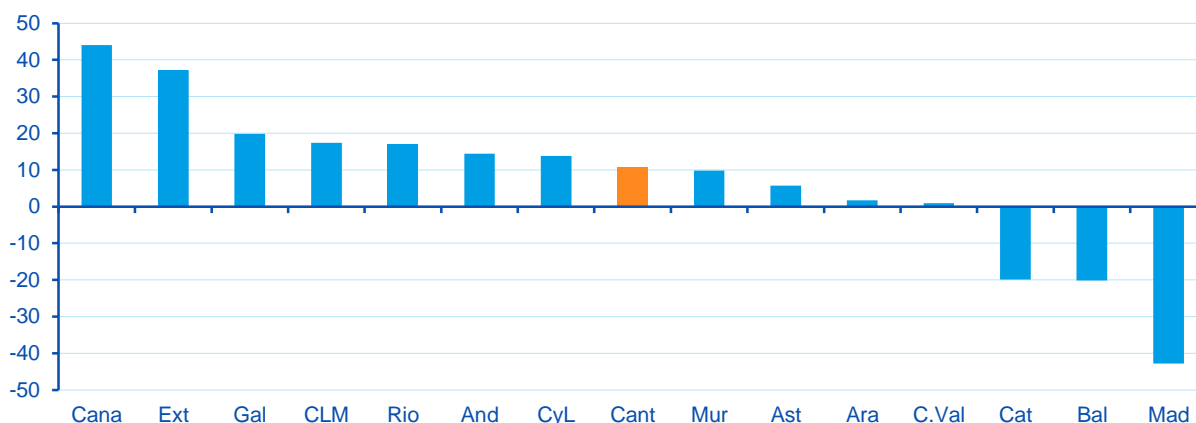
Fuente: A. de la Fuente

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

A la vista del gráfico resulta difícil evitar la conclusión de que el sistema de financiación genera un reparto muy desigual y esencialmente arbitrario de recursos entre regiones. Dejando de lado a las regiones forales, que merecen un análisis aparte, con datos de 2011 existe un abanico de 27,5 puntos porcentuales entre las regiones mejor y peor tratadas por el sistema que no tiene nada que ver ni con diferencias en factores de coste ni con los ingresos tributarios brutos de los distintos territorios. Así, Valencia estaría en 92,4 en términos del índice de financiación relativa por habitante ajustado, mientras que La Rioja alcanza el 120 sin que existan motivos comprensibles para ello. La ordenación de las comunidades autónomas en términos de recursos por habitante ajustado tras la aplicación del sistema carece, además, de toda lógica. No es que las regiones pobres, o las ricas, estén sistemáticamente bien o mal tratadas, sino que hay un poco de todo. Así, Andalucía y Murcia están entre 94 y 96 mientras que Extremadura anda por 110. Cataluña y Madrid están entre 99 y 101 frente a los 120 ya citados de la Rioja o los 119 de Cantabria.

Gráfico 4.4

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



Fuente: A. de la Fuente

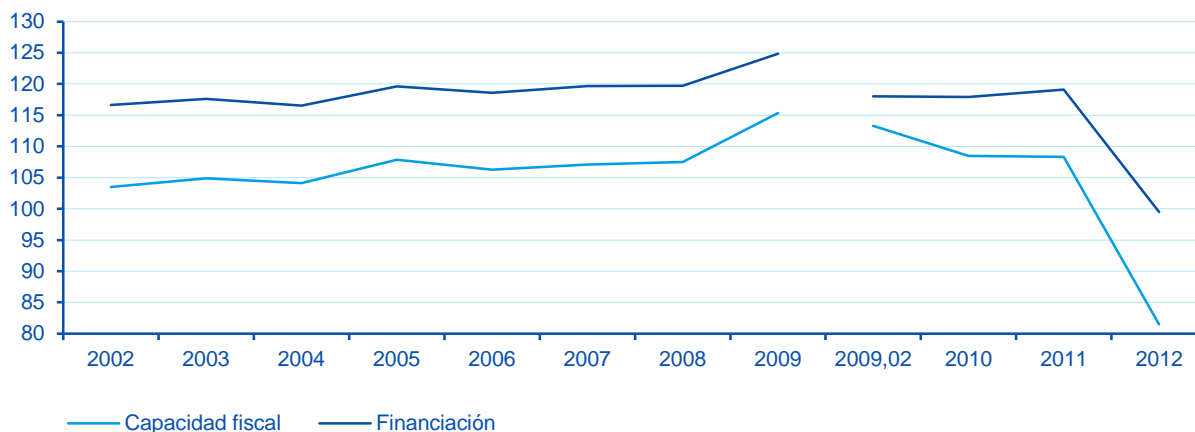
La distancia vertical entre las dos líneas azules del Gráfico 4.3 nos da una medida de los efectos netos del sistema sobre los recursos de cada región. Esta información se presenta en el Gráfico 4.4 con las comunidades ordenadas de acuerdo con la aportación neta de recursos que reciben del sistema. Como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

## 6. El caso de Cantabria

Tradicionalmente, Cantabria se ha situado claramente por encima de la media nacional en términos de financiación por habitante ajustado, con un índice de financiación relativa que ha oscilado entre 115 y 125 (sobre una media de 100) durante la última década. El índice de capacidad fiscal de la región, por su parte, también ha tendido a situarse por encima de la media, pero más cerca de esta referencia que el índice de financiación. En consecuencia, la comunidad ha sido siempre beneficiaria neta de los mecanismos de redistribución del sistema, que le han aportado en promedio recursos equivalentes a unos 11 puntos de

financiación relativa. Este diferencial se redujo apreciablemente en 2009 como resultado de la última reforma del sistema, pero se ha vuelto a ampliar en los dos últimos ejercicios liquidados.

Gráfico 4.5

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

Fuente: A. de la Fuente

## 7. A modo de conclusión

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

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



## Referencias

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

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

## 5 Tablas

Cuadro 5.1

**Principales indicadores de coyuntura de la economía de Cantabria**

	2013 (%)		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, %, CVEC)		
	Cantabria	España	Cantabria	España	Cantabria	España	Último mes
<b>Ventas Minoristas</b>	-4,9	-3,9	1,6	0,4	-0,2	-0,1	oct-14
<b>Matriculaciones</b>	1,1	4,1	24,2	17,9	-3,4	8,8	oct-14
<b>IASS</b>	-6,9	-2,1	0,8	2,3	-0,7	0,1	sep-14
<b>Viajeros Residentes (1)</b>	-1,2	-1,1	-0,2	4,7	0,0	0,0	oct-14
<b>Pernoctaciones Residentes (1)</b>	1,0	-1,4	2,0	3,8	0,8	0,0	oct-14
<b>IPI</b>	-3,7	-1,7	-2,3	1,6	-1,3	0,4	sep-14
<b>Visados de Viviendas</b>	14,8	-22,4	19,1	5,7	354,0	-0,2	sep-14
<b>Transacciones de viviendas</b>	-11,3	-2,2	1,6	-1,0	10,4	0,7	sep-14
<b>Exportaciones Reales (2)</b>	-9,2	3,8	6,1	1,9	4,4	-0,5	ago-14
<b>Importaciones</b>	-1,7	-3,0	15,8	5,8	-8,1	-32,1	ago-14
<b>Viajeros Extranjeros (3)</b>	7,9	3,3	-2,6	4,6	0,0	1,6	oct-14
<b>Pernoctaciones Extranjeros (3)</b>	9,0	3,8	2,5	2,8	-4,4	2,1	oct-14
<b>Afiliación a la SS</b>	-4,3	-3,1	0,8	1,4	0,4	0,1	oct-14
<b>Paro Registrado</b>	6,1	2,6	-7,2	-5,5	-0,5	-0,4	oct-14

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

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

Cuadro 5.2

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

Actividad	2011	2012	2013	2014	2015
PIB real (a/a %)	1,7	-0,7	-0,4	0,8	1,3
Consumo					
Consumo privado	0,2	-1,3	-0,6	0,7	1,3
Consumo público	-0,2	-0,2	0,2	0,9	0,4
Formación Bruta de Capital	1,5	-3,2	-2,4	0,6	1,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,8	0,8	1,1
Exportaciones	6,7	2,6	2,1	3,7	5,1
Importaciones	4,4	-1,0	1,2	4,1	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	1,4	0,4	0,0	0,2
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo a/a%	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,6
Tasa de paro (% población activa)	10,1	11,3	11,9	11,6	11,4
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente % PIB	0,1	1,4	2,3	2,2	2,1
Saldo Fiscal % PIB	-4,1	-3,6	-2,9	-2,8	-2,6
<b>Precios</b>					
IPC , %, promedio	2,7	2,5	1,4	0,5	1,0
IPC subyacente, % , promedio	1,7	1,8	1,3	0,9	1,0
<b>Tipo de cambio</b>					
Tipo de cambio (frente USD), promedio	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
Tipo de cambio (frente USD), final de periodo	1,32	1,31	1,37	1,23	1,20
<b>Tipo de interés</b>					
Tipo oficial (REPO), promedio	1,25	0,88	0,55	0,16	0,05
Tipo oficial (REPO), final de periodo	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.3

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

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

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

\*\* Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 5.4

**Variables financieras**

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Eurozona	1,10	0,75	0,25	0,05	0,05
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
EEUU	2,8	1,8	2,4	2,6	3,1
Alemania	2,6	1,5	1,6	1,2	1,0
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
EUR-USD	0,72	0,78	0,75	0,75	0,84
USD-EUR	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
GBP-USD	1,60	1,58	1,56	1,65	1,57
JPY-USD	79,8	79,8	97,6	104,7	115,3
CNY-USD	6,46	6,31	6,20	6,14	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

**Economista Jefe Economías Desarrolladas**

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

*España*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Áreas Globales**

*España*

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

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

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio arubiog@bbva.com

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

*México*

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz Pérez  
juan.ruiz@bbva.com

*Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

*Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

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