

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

**BBVA** | Research

# Situación Cantabria

2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



# Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Perspectivas para la economía de Cantabria</b>	<b>5</b>
Análisis de la situación económica de Cantabria a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Tercer trimestre de 2017	29
<b>3. La evolución del gasto y los ingresos autonómicos entre 2003 y 2016</b>	<b>32</b>
<b>4. Cuadros</b>	<b>39</b>
<b>5. Glosario</b>	<b>42</b>

**Fecha de cierre:** 4 de octubre de 2017

## 1. Editorial

**El PIB de Cantabria experimentó un avance del 2,3% a/a en 2016, apoyado por un dinamismo de la demanda interna que, siguió aumentando en la primera mitad del año 2017.** En particular, esto se observó en el consumo privado, impulsado por la mejora de la confianza, la reducción de los tipos de interés y el aumento de las nuevas operaciones de crédito. Además, las reformas implementadas en años anteriores, junto a la reducción de los desequilibrios acumulados por el sector privado en el período anterior a la crisis, favorecieron el incremento de la inversión, en particular en bienes de equipo el año pasado. Por otra parte, **las exportaciones de bienes mostraron un moderado crecimiento en 2016**, con el dinamismo concentrado en las semimanufacturas y los bienes de equipo, e incrementos de ventas en cinco de los seis principales destinos. Aunque de menor importancia relativa que en otras zonas como el mediterráneo, también **las exportaciones de servicios turísticos volvieron a marcar niveles récord** en Cantabria. Lo anterior permitió sostener la creación de empleo, aunque por debajo de la media nacional.

**En lo que va de 2017, los datos disponibles apuntan que el crecimiento se mantiene.** En particular, durante el primer semestre del año el PIB regional podría haber aumentado alrededor de un 0,7% t/t promedio (CVEC<sup>1</sup>), y que en el tercer trimestre lo habría hecho en un 0,6%. De este modo, el ritmo de avance habría sido algo más reducido que el del conjunto de la economía española, aunque por encima del observado en el 2S16. También la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria muestra una recuperación de los saldos netos de respuestas en actividad, que se sitúan en máximos de los últimos ocho trimestres del año, si bien las perspectivas son menos favorables para el cuarto (véase el Recuadro 1).

**Hacia delante, se prevé que el crecimiento se mantenga en la segunda mitad del año, para cerrar 2017 en torno al 2,5%, y que se acelere hasta el 2,7% en 2018.** Todo ello por la fortaleza del consumo y la recuperación de la inversión, en un contexto de progresivo agotamiento de buena parte de la “demanda embalsada” durante la crisis, así como de los vientos de cola que han impulsado recientemente la actividad (tipos de interés y precio del petróleo bajos). De cumplirse estas previsiones, implicaría completar cinco años con un crecimiento anual promedio del 2,2%, medio punto por encima de la media de crecimiento desde 1981. Entre el final de 2016 y el de 2018 se espera que se puedan crear 7 mil puestos de trabajo, y reducir la tasa de paro hasta el 11,7%, aunque la recuperación no sé está produciendo por igual en todas las comarcas de la región. La mejora del entorno exterior junto con un contexto todavía favorable de la política monetaria, soportarán este avance del PIB en el horizonte de previsión, a pesar de la necesidad de aplicar ajustes en el sector público y la atonía que aún muestra el sector exterior cántabro. Así, el año que viene la región aún no habrá recuperado los niveles de PIB y PIB per cápita del PIB alcanzado en 2007, antes del inicio de la crisis. Con todo, aún si se cumplen estas previsiones, la tasa de desempleo se situará a finales del año siguiente 6 p.p. por encima de su nivel de comienzos de 2008.

---

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

**El entorno presenta riesgos para la región, internos y externos.** Por un lado, **el precio del petróleo** aumentó en 2017 respecto a lo observado el año pasado reduciendo, aumentando la inflación y reduciendo la renta disponible de las familias. En todo caso, dicho incremento se ha moderado y el precio parece mantenerse algo por debajo de su nivel de equilibrio de largo plazo. Por otra parte, aunque es de prever que la normalización de la política monetaria sea un proceso lento y que los tipos se mantengan bajos al menos durante todo el periodo de previsión, un eventual aumento en el coste de financiación sería negativo para la economía cántabra. Con todo, el menor grado de apalancamiento del sector privado, puede hacer que esto resulte algo menos gravoso que en otras comunidades en las que la carga financiera es más elevada. Por su parte, **el resultado final del *brexit***, además de la depreciación ya observada en la libra, es otro factor de riesgo. A pesar de su limitada exposición a la demanda de bienes y servicios británica, este puede ser un factor de riesgo para el sector exportador, en particular del alimentario o del turismo, tanto directa como indirectamente, a través del resto de socios comerciales.

A nivel doméstico, tras el incumplimiento del objetivo de déficit en 2016, **el esfuerzo que el Gobierno cántabro debe realizar este año es mayor**, lo que concede un menor margen de maniobra para la expansión del gasto sin descuidar el alcance de las metas de 2017<sup>2</sup>. Además, se han anunciado determinadas inversiones en infraestructuras que redundarán en un aumento de actividad. A medio plazo, persiste la incertidumbre sobre el resultado del proceso abierto para modernizar el sistema de financiación autonómica, y la necesidad de continuar el proceso de consolidación de las cuentas públicas. En este sentido, la Sección 3 de esta publicación ofrece un análisis de los gastos y los ingresos autonómicos con el fin de recoger de una forma más intuitiva el efecto del sistema de financiación sobre los mismos. El patrón de ingresos y de gastos en Cantabria es muy similar al promedio aunque, en ambos casos, ligeramente por debajo de éste durante buena parte del período analizado.

**La inflación en Cantabria se mantiene bajo control y, por el momento, sin efectos observables de segunda ronda en la formación de precios**, situándose el índice general en 1,7% en septiembre y en torno al 1% la subyacente, lo cual indicaría que el aumento en la inflación general del primer trimestre fue transitorio. Ello confirma que el coste de la pérdida de competitividad que sufrió la economía española está siendo distribuido entre familias y empresas de forma consistente con la creación de empleo y el crecimiento del consumo, de la inversión (en particular en bienes de equipo) y de las exportaciones, tanto de servicios como, especialmente, de bienes. Hacia delante, será importante vigilar la evolución de los márgenes y los salarios para comprobar que esta situación se mantiene.

En todo caso, **persiste la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía cántabra**. Entre ellos, cabe destacar que en estos años de recuperación se ha quebrado el crecimiento de la productividad media del factor trabajo en la economía cántabra. Ello implica la necesidad de continuar profundizando en reformas que ayuden a recuperar el crecimiento de la productividad, mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo. Serán de especial interés **medidas encaminadas a mejorar el mercado laboral** (reduciendo la elevada tasa de temporalidad y el paro, especialmente entre los jóvenes) y a **continuar aumentando la productividad**. Para ello resultará clave la mejora del capital humano, la atracción de talento, la rápida adopción de nuevas tecnologías y el incremento del tamaño medio de las empresas.

---

2: Presupuestos regionales aprobados el 1 de septiembre 2017 después de un bloqueo iniciado el 7 de abril.

## 2. Perspectivas para la economía de Cantabria

**La economía cántabra creció a un ritmo del 2,3% en 2016<sup>3</sup>**, más de medio punto porcentual por encima de la media registrada durante los últimos 35 años, aunque 0,6 p.p. menos que la estimación del anterior número de esta publicación<sup>4</sup>. Se enlazan así tres años consecutivos de recuperación.

**Los datos de actividad y expectativas confirman una ligera aceleración del crecimiento del PIB en Cantabria durante el primer semestre de 2017.** En particular, el modelo MICA-BBVA<sup>5</sup> estima que el PIB cántabro habría aumentado cerca del 0,7% t/t en los dos primeros trimestres del año (véase el Gráfico 2.1). De haberse producido lo anterior, esto supondría que a comienzos de 2017 se habría observado un mayor dinamismo en la actividad respecto a los niveles observados en 2016 y significaría que la economía habría alcanzado tasas anualizadas de crecimiento alrededor del 2,8%. Esto sería coherente con la recuperación de la visión sobre el trimestre corriente que se ha venido produciendo durante este año. En cualquier caso, se observa un deterioro de expectativas del 3T17 respecto del último trimestre del año, según la Encuesta de Actividad Económica que BBVA realiza en la región trimestralmente (véase el Gráfico 2.2).

**Se prevé que el PIB regional aumente un 2,5% en 2017, y acelere hasta el 2,7% en 2018, lo que a su vez permitiría la creación neta de unos 7 mil empleos en el conjunto de los dos años.** Esto, como consecuencia de los datos de actividad conocidos hasta ahora y de distintos factores de soporte como el sólido crecimiento mundial, un precio del petróleo relativamente moderado y una política monetaria expansiva, entre otros. En todo caso, al final de este periodo el nivel de ocupados será todavía casi un 7% inferior al de 2008.

### Se consolida la recuperación, aunque con una caída en la industria y una aportación menor de algunos servicios privados

**La primera estimación del INE sobre el crecimiento del PIB regional en 2016 reflejó que la actividad en el Cantabria se incrementó en un 2,3% (BBVA Research, 2,7%<sup>6</sup>).** Por tanto, la recuperación continuó por la mejora del consumo, en especial el privado y la inversión, aunque con un vigor menor al previsto. Además, tras la actualización en diciembre de las series de Contabilidad Regional de España (CRE) para el periodo 2010-2015<sup>7</sup>, con cambios menores sobre el PIB de la región en el periodo, se observa un cambio de tendencia en la recuperación de la productividad aparente del trabajo en la región, como resultado de un aumento del empleo mayor que el del PIB; en cualquier caso, dicha tendencia no afecta por igual a todos los sectores cántabros.

**Por el lado de la oferta, las principales aportaciones positivas al incremento de la actividad en 2016 correspondieron a los servicios y, en particular, a los privados** (véase el Gráfico 2.3). Comercio, hostelería y

3: El día 30 de marzo el INE publicó la primera estimación del crecimiento en 2016 del PIB de las CC.AA. [http://www.ine.es/prensa/cre\\_2016\\_1.pdf](http://www.ine.es/prensa/cre_2016_1.pdf)

4: Véase Situación Cantabria 2016, disponible aquí: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/12/Situacion\\_Cantabria\\_20163.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/12/Situacion_Cantabria_20163.pdf)

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

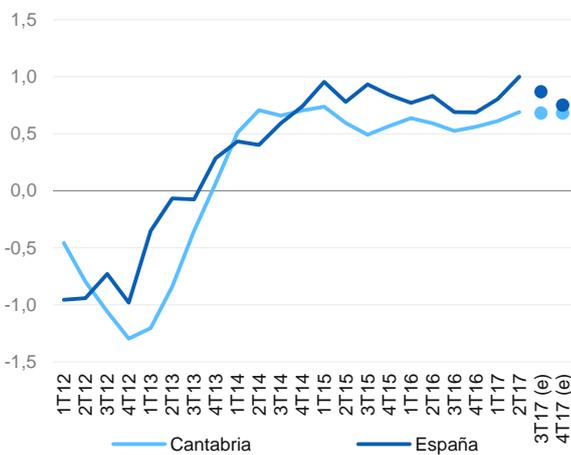
<https://www.bbva.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

6 Véase Crecimiento del PIB regional en 2016 aquí [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2017/03/Flash\\_PIB-REG-300320172.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2017/03/Flash_PIB-REG-300320172.pdf)

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

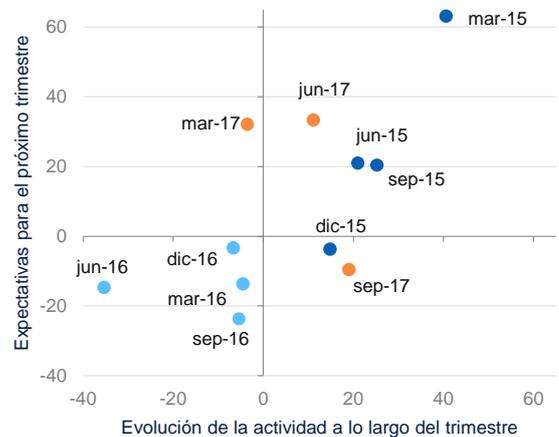
transporte aportaron 1,0 p.p. (al crecer 4,4% a/a, su aportación fue una décima mayor que el promedio nacional), mientras que el resto de servicios privados aportaron 0,8 p.p.; de ellos, casi la mitad (0,3 p.p.) correspondieron a las actividades profesionales (+5,9% a/a). Por su parte, las administraciones públicas y los servicios sociales, y la construcción, aportaron 0,4 y 0,2 p.p. respectivamente. Sin embargo, la industria en la región se contrajo un 0,4% a/a, drenando 0,1 p.p. (frente a aumento del 2,4% a/a y aportación de 0,4 p.p.). Así, **del diferencial de crecimiento entre Cantabria y España en 2016 seis décimas se deben a la menor aportación del resto de servicios privados<sup>8</sup> y cinco a la de la industria**, cuyo peso del 20,4% del PIB regional es 4 p.p. mayor que en el promedio español.

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



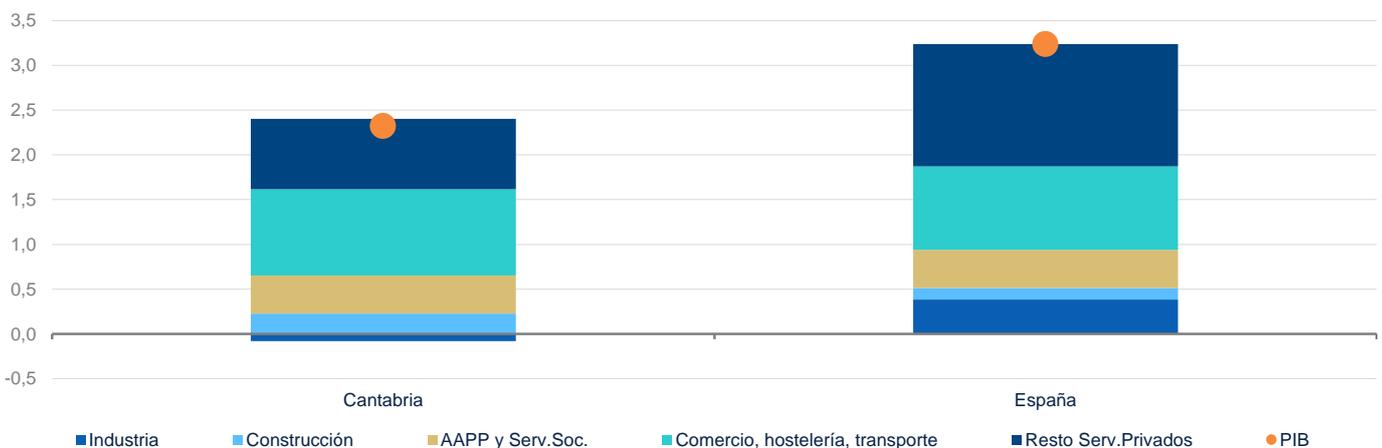
(e): estimación  
Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Cantabria: actividad y perspectivas según la Encuesta de Actividad Económica BBVA (% saldo de respuestas extremas)



Fuente: BBVA

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

8: Servicios privados excluyendo el comercio, la hostelería, el transporte y la reparación de vehículos de motor.

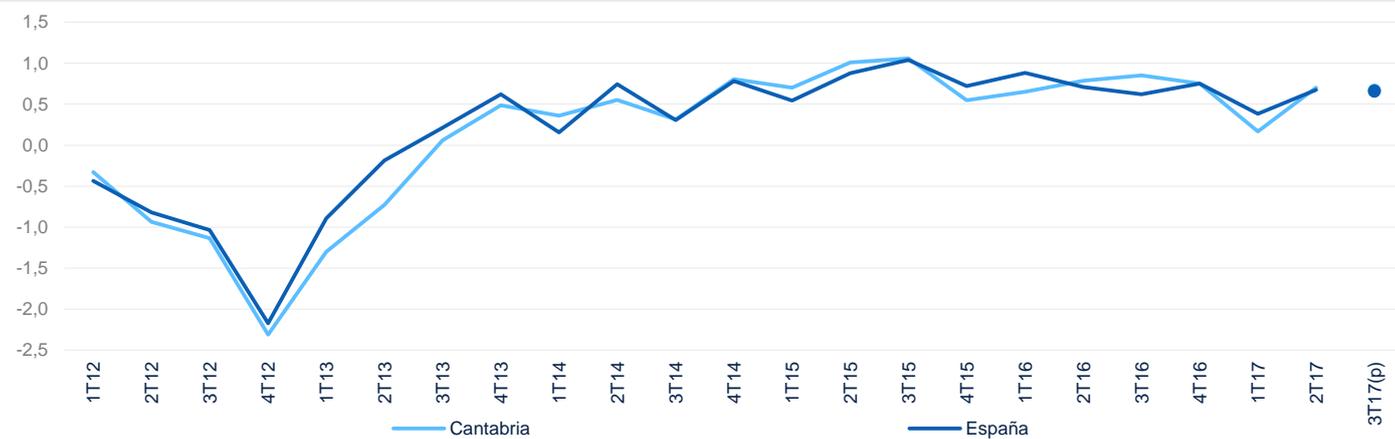
## El consumo privado sigue creciendo en 2017, pero con menor vigor que el año pasado y que en España

**El gasto en consumo de las familias cántabras continuó creciendo en 2016, apoyado por vientos de cola.** Entre los factores que soportaron dicho crecimiento se encuentran el mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos, el aumento de la riqueza disponible de las familias y un precio del petróleo que se mantiene relativamente barato<sup>9</sup>.

De modo similar a lo sucedido con el conjunto del PIB, **el consumo doméstico de Cantabria creció un 3,1% en 2016, una décima por debajo del conjunto de España**, con una evolución relativamente estable y un crecimiento medio trimestral del 0,7% t/t CVEC en ambos semestres (véase el Gráfico 2.4). Entre los indicadores parciales, sólo el IASS evolucionó de menos a más en el año.

**En lo que va de 2017, tanto el ISCR de Cantabria como algunos de los principales indicadores parciales, señalan que el crecimiento del consumo continúa, aunque con menor vigor que el año pasado.** Destaca la evolución positiva del IASS, en particular en los trimestres centrales del año. Sin embargo, los indicadores parciales disponibles apuntan a una desaceleración en 3T17 respecto al trimestre anterior, con caídas en matriculaciones, ventas minoristas e importaciones de bienes de consumo. Así, el crecimiento medio regional sigue siendo algo inferior al promedio nacional (+0,5% t/t en Cantabria, por 0,6% en España).

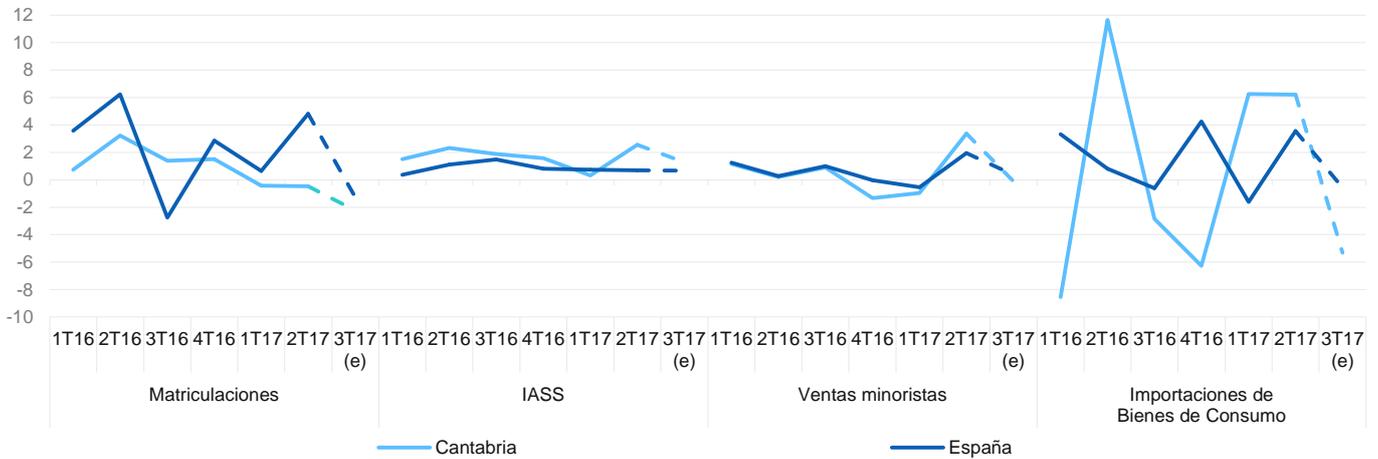
**Gráfico 2.4** Indicador sintético de consumo regionalizado ISCR (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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

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

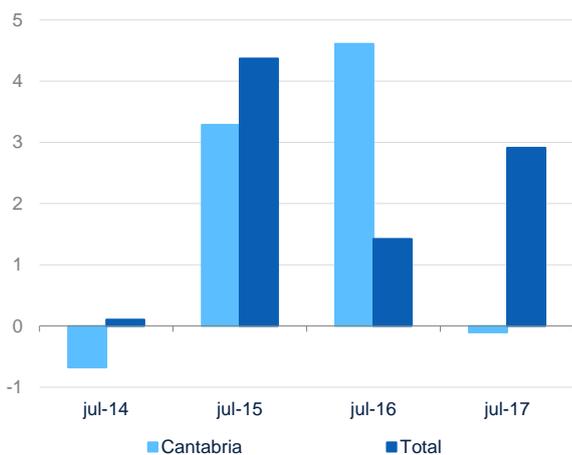


(e): estimación con la última información disponible: agosto para las matriculaciones, julio para el resto.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Continúa el control del consumo público, pero la inversión se recupera

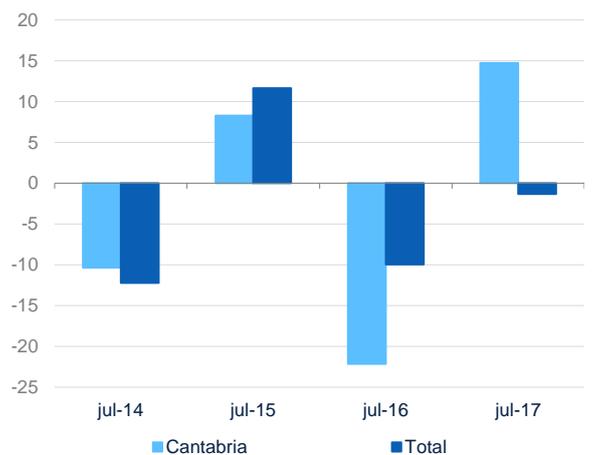
Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta julio de 2017 ponen de manifiesto que el Gobierno de Cantabria habría continuado la política de control del gasto del último semestre del año anterior. Así, el gasto en consumo final estaría cayendo a un ritmo del 0,1% a/a, frente al impulso observado por la media autonómica (+2,9% a/a). Como consecuencia, se estaría observando una caída de tres décimas de la ratio del consumo público sobre PIB. Por el contrario, Cantabria estaría dando un nuevo empuje a la inversión autonómica (con un crecimiento del 14,7% a/a) que recuperaría los niveles previos al 2016 (véanse los Gráficos 2.6 y 2.7).

**Gráfico 2.6** Gobierno de Cantabria: gasto en consumo final nominal\*. Acumulado de enero a julio (a/a, %)



(\*) Aproximación al gasto en consumo final nominal, excluido el consumo de capital fijo.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

**Gráfico 2.7** Gobierno de Cantabria: formación bruta de capital nominal. Acumulado de enero a julio (a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

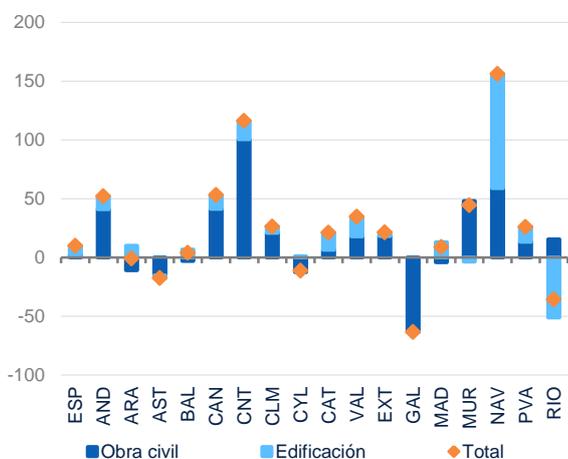
## La licitación se recupera en 2017, tras dos años consecutivos de descensos

**La licitación de nueva obra pública en Cantabria se comportó peor que la media en 2016.** Mientras en el conjunto de España el presupuesto licitado en 2016 permaneció prácticamente estancado (-0,8% interanual), en Cantabria se redujo el 34,8%, un descenso relevante que precede a otro superior en 2015 (-42,3%). Esta contracción se debió tanto a la obra civil, cuyo presupuesto se redujo un 37,6% durante el pasado año (más que la media nacional -6,2%) como a la edificación, que sufrió una reducción del 25,3% respecto a 2015, lo que contrasta con el incremento del 11,8% registrado de media en España. Con todo, el pasado año la mayor parte de la licitación se concentró en obras de carreteras y de urbanización. Estas dos partidas aglutinaron más del 60% del importe total licitado en 2016.

**Los datos de los siete primeros meses de 2017 reflejan un mayor dinamismo de la licitación que la media española.** En particular, el importe licitado entre enero y julio del año en curso fue un 116,2% superior al del mismo periodo de 2016. Diferenciando por tipología de obra, la civil es el segmento que más apoya este crecimiento. En concreto, la licitación de obra civil aumentó el 137,4% respecto al mismo periodo de 2016. En su caso, la edificación creció el 58,7% (véase el Gráfico 2.8). A falta de conocer el detalle de las obras, el presupuesto para el año indicaba que las principales partidas iban a ir destinadas a la mejora y construcción de carreteras, y a la revitalización de los puertos de la región.

**Diferenciando por organismos financiadores, el descenso de la licitación en 2016 vino por parte del Estado,** que redujo el importe en la región el 75,3% respecto a 2015. Por el contrario, la financiación procedente de los Entes Territoriales creció el 6,8% interanual. De este modo, en 2016 el peso del Estado en la licitación de obra pública en la región se redujo hasta el 19,2%, el menor peso de los últimos siete años. Esta dinámica se truncó en la primera mitad del año: el importe aportado por el Estado entre enero y julio aumentó un 188,8% interanual, mientras que el de los Entes Territoriales lo hizo el 86,8% respecto al mismo periodo de 2016 (véase el Gráfico 2.9).

**Gráfico 2.8** Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual entre enero y julio de 2017 (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

**Gráfico 2.9** Cantabria: presupuesto de licitación entre enero y julio 2017 (millones de € y % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

## La inversión empresarial se incrementó el año pasado, pero se debilita en 2017

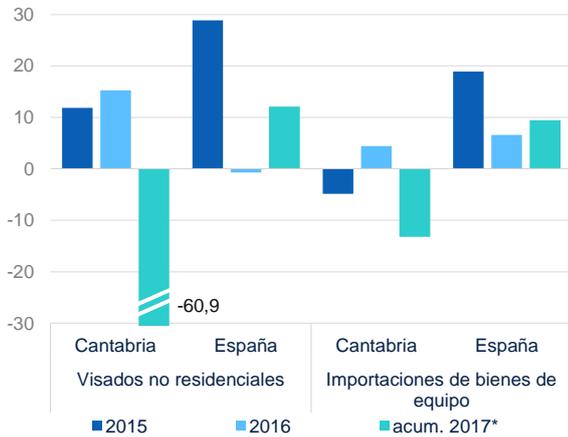
**La inversión creció en 2016 en Cantabria. En particular, las importaciones de bienes de equipo crecieron en 2016** (+4,4% a/a, 2,2 p.p. menos que el promedio nacional, véase el Gráfico 2.10), superando los 363 mill. €. Un 6,2% por encima del nivel medio observado desde 2012, en un contexto de reducción del total de importaciones. Sin embargo, la tendencia de crecimiento se quiebra, con los datos actualmente disponibles: las compras de material de equipo en el exterior en los primeros siete meses de 2017 muestran una caída del 13,2% a/a respecto al año pasado,

**La construcción de edificios no residenciales en 2016 evolucionó mejor que la media española.** En Cantabria la superficie visada para la construcción de edificaciones destinadas a uso no residencial aumentó un 15,3% interanual, lo que contrasta con el descenso del 0,7% de media en España. Desglosando por tipo de edificaciones, se observa que se visaron fundamentalmente edificios destinados a turismo, recreo y deporte, y a servicios de transporte. Por el contrario, la superficie visada para oficinas y para uso comercial y almacenamiento sufrió un retroceso respecto a 2015. Los 30 mil metros cuadrados visados en 2016 son el máximo desde 2013, pero apenas una cuarta parte de los visados en 2007.

Los datos de los siete primeros meses de 2017 constatan que la edificación no residencial en Cantabria no mantuvo la senda de crecimiento del año anterior. En particular, la superficie visada cayó el 60,9%, hasta algo menos de los 10.000 metros cuadrados. Un descenso que contrasta con el crecimiento interanual observado en el conjunto del país (12,1%). Se observa cómo el descenso se produjo, sobre todo, por la contracción en visados para edificios de uso turístico, recreo y deporte. Tan sólo los edificios destinados a uso industrial mostraron un pequeño aumento interanual en el periodo (2,9%).

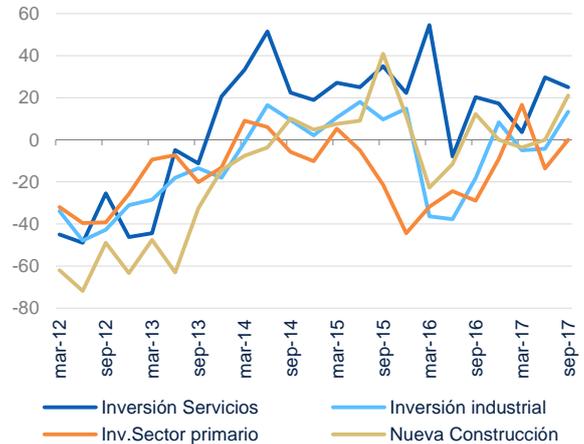
**De modo más cualitativo, los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria de 3T17 muestran cierto optimismo respecto de la inversión:** por primera vez desde el primer trimestre de 2015, ningún sector muestra un saldo neto de respuestas negativo (véanse el Gráfico 2.11 y el Recuadro 1), tras un periodo de alta incertidumbre en 2016. Ello afectó en algún momento a todos los sectores, incluso al de servicios, el más dinámico: mientras que en el resto de sectores, en promedio, ocho de cada diez encuestados prevén estabilidad y los saldos netos medios son del 14%, en el caso del sector terciario las opiniones que prevén estabilidad son aproximadamente la mitad y el saldo neto de respuestas es del 25%.

**Gráfico 2.10** Crecimiento de visados de construcción no residencial (m<sup>2</sup>) e importaciones de bienes de equipo (% a/a)\*



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento y Datacomex.  
\*Datos de 2017 hasta mayo en visados y julio en importaciones.

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



Fuente: BBVA

## El mercado inmobiliario muestra síntomas de recuperación en la primera mitad de 2017

**Los datos de 2017 ponen de manifiesto que el mercado inmobiliario en Cantabria ha mostrado un avance positivo.** La venta de viviendas ha ganado dinamismo en el primer semestre y creció por encima de la media nacional. En consecuencia, el precio de la vivienda se ha revalorizado. Sin embargo, el buen tono de la demanda no termina de calar en la actividad constructora. De hecho, la firma de visados intensificó su caída en la primera mitad del año.

**La venta de viviendas creció en 2016 a un ritmo algo inferior que la media nacional.** La dinámica trimestral muestra una tendencia de crecimiento a lo largo del año. Así, tras corregir la serie de variaciones estacionales y efectos de calendario, durante 2016 las transacciones residenciales crecieron a una tasa trimestral media mensual del 4,6% (CVEC) (véase el Gráfico 2.12). En términos interanuales, durante 2016 en Cantabria se vendieron 5.250 viviendas, lo que supuso un incremento del 12,7% respecto a 2015, algo por debajo del 13,9% de media en España.

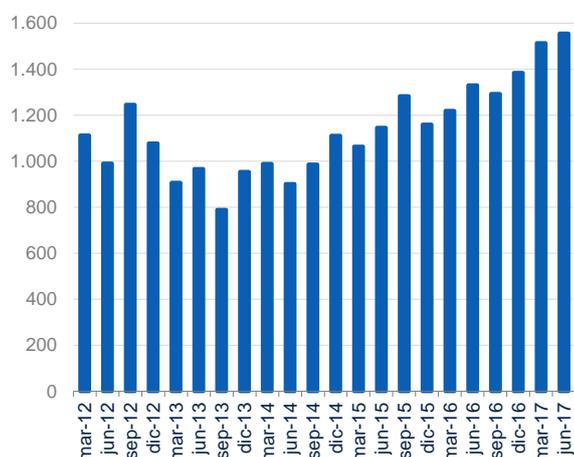
Durante 2016 el segmento de demanda que más creció fue el correspondiente a españoles no residentes en la región, cuyas ventas crecieron el 61,2%, llegando a representar el 30,2% de las ventas totales en la región, un peso similar al de años anteriores. Las compras de extranjeros también experimentaron un crecimiento relevante y las operaciones de este segmento de demanda se elevaron el 42,9%. Sin embargo, su relevancia en el mercado sigue siendo muy limitada, ya que tan sólo representaron el 3,8% de las operaciones. Por último, la compra de viviendas por parte de residentes en la región creció el 14,1% en 2016, algo por debajo de lo observado de media en el conjunto del país (16,2%).

**Los datos del 1S17 muestran un mayor dinamismo de la venta de viviendas.** En particular, en la primera mitad del año la venta avanzó a una tasa media trimestral del 6,1% (CVEC), en línea con la media nacional. De este modo,

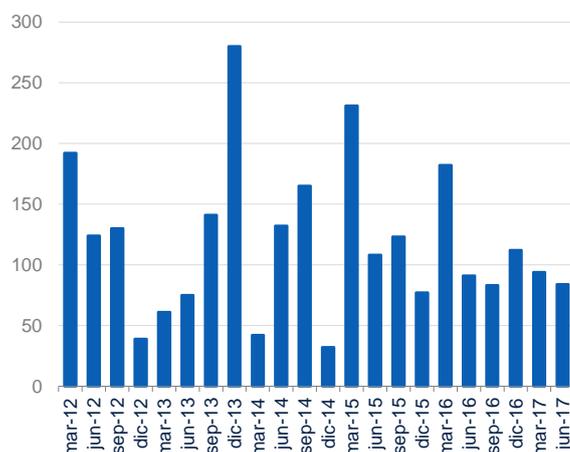
según los datos del Ministerio de Fomento, entre enero y junio del año en curso se vendieron 2.970 viviendas, lo que supone un incremento interanual del 20,3%, por encima del incremento medio nacional en el mismo periodo (17,3%). Los datos vuelven a poner de manifiesto la relevancia de la demanda de españoles residentes en otras regiones: en el primer semestre las operaciones de este segmento de demanda crecieron el 46,1% interanual, representando el 33,0% de las operaciones de compraventa en el semestre. La compra de residentes en la región avanzó el 12,7% interanual y el de extranjeros el 6,2%.

**El precio de la vivienda en Cantabria experimentó un leve descenso en 2016.** Según los valores de tasación recogidos por el Ministerio de Fomento, durante el pasado año el precio de la vivienda en la región fue un 0,8% inferior que en 2015 (España 1,9%). Así, en diciembre de 2016 el precio se situó en los 1.457,6 €/m<sup>2</sup>. Por municipios, entre los de más de 25.000 habitantes, la variación del precio de la vivienda en 2016 fue positiva en Camargo y Santander (1,8% y 0,8%, respectivamente) y negativa en Castro Urdiales (-8,2%) y Torrelavega (-3,4%). Por su parte, en el primer semestre del año el precio de la vivienda en la región mostró una pequeña recuperación del 0,8% interanual, por debajo del crecimiento registrado en España en el mismo periodo (1,9%).

**La firma de visados de nuevas viviendas en Cantabria se contrajo en 2016.** Así, tras una recuperación del 45,3% en 2015, el pasado año la firma de visados sufrió un retroceso del 12,2%, una evolución muy diferente al ascenso del 28,9% que tuvo lugar de media en España. En total, a lo largo de 2016 se firmaron los permisos para construir 473 nuevas viviendas en la región, observándose un mejor comportamiento en la primera parte del año, gracias al crecimiento del primer trimestre. Tras la caída del segundo trimestre, los visados se recuperaron levemente en el tercero y con más contundencia en el cuarto (véase el Gráfico 2.13). Por su parte, **los datos de 2017 no muestran un cambio de tendencia** en la actividad constructora. Tanto en el primer como el segundo trimestre del año la firma de visados para iniciar nuevas viviendas cayó, haciéndolo a una tasa promedio trimestral del 13,4%. Con ello, en los siete primeros meses del año, los visados intensificaron su contracción, reduciéndose un 32,5% respecto al mismo periodo de 2016. En contraposición, en media nacional, mostraron un creciendo del 24,4% interanual en el periodo (véase el Cuadro 2.1).

**Gráfico 2.12** Cantabria: venta de viviendas (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

**Gráfico 2.13** Cantabria: visados de construcción de vivienda nueva (CVEC)


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

**Cuadro 2.1** Cantabria y España: variables del mercado inmobiliario (% a/a)

	Venta de viviendas				Precio de la vivienda		Visados de vivienda de obra nueva			
	2016		1S17		2016	1S17	2016		ene-jul 2017	
	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a	% a/a	% a/a	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a
Cantabria	5.250	12,7	2.970	20,3	-0,8	2,2	473	-12,2	197	-32,5
España	457.738	13,9	266.338	17,3	1,9	1,9	64.038	28,9	49.238	24,4

Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

## Relativa atonía en el comercio exterior de bienes reales

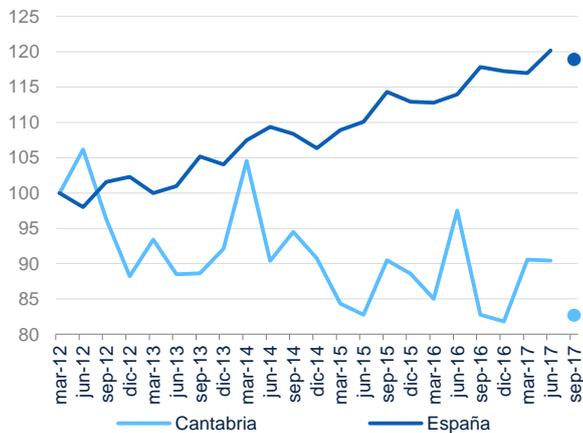
Las exportaciones reales de bienes del Cantabria aumentaron un **0,3% a/a en 2016**, 3,5 p.p. menos que en el caso de España, tras haberse reducido en 2015 (-8,9% a/a, véase el Gráfico 2.14) y **los datos disponibles del presente ejercicio apuntan a una ligera caída del 0,6% a/a hasta el tercer trimestre**<sup>10</sup>. Ello muestra cierta atonía exportadora: los 2.342 mill.€ de bienes regionales exportados el año pasado son un 7,6% menos que el promedio de exportaciones nominales del último quinquenio. Su peso alcanzó el 18,7% del PIB regional, 4,2 p.p. por debajo de la media española.

Por sectores, las exportaciones cántabras mostraron un dinamismo moderado en 2016 aumentando ventas de semimanufacturas y bienes de equipo (dichos sectores principales<sup>11</sup>, aumentaron 3,9% y 6,7% a/a respectivamente), pero con caídas en el resto de bienes, que suponen casi la mitad de las exportaciones regionales. Cayeron las ventas en alimentación (-5,2% a/a), automóvil (-1,9% a/a), bienes de consumo (-10,3% a/a) y productos energéticos (-78,3% a/a) y, en conjunto, drenaron más de 2 p.p. al crecimiento exportador. En lo que va de año, sin embargo, el dinamismo de las semimanufacturas se ha visto más que contrarrestado por la debilidad en las ventas de bienes de equipo (véase el Gráfico 2.15).

10: Datos hasta julio, completados con previsiones.

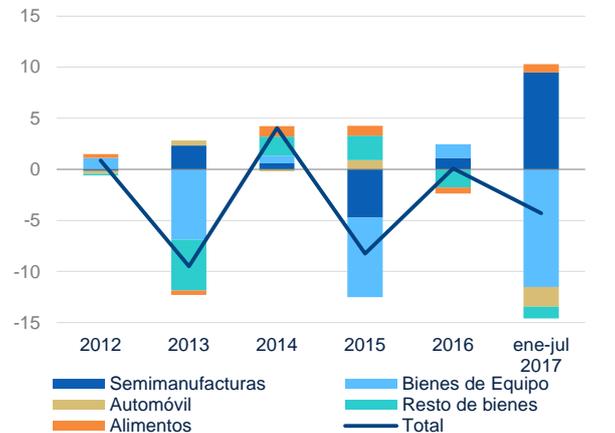
11: Desde 2013 son los principales sectores de exportación, suponen en torno a un 30% y 25% del total de exportaciones, respectivamente

**Gráfico 2.14** Cantabria y España: exportaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

**Gráfico 2.15** Cantabria: exportaciones y contribuciones sectoriales (% a/a, p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex.

**El crecimiento en los principales destinos europeos y EE.UU. se vio contrarrestado por la mayor caída de ventas a mercados de menor importancia para la región.** Las ventas de bienes cántabros a sus seis principales mercados de destino, que absorbieron dos tercios de las exportaciones totales, aumentaron un 7,9% a/a el año pasado (109 mill.€). En todos ellos, salvo en Portugal (-0,6% a/a), se dieron aumentos de ventas: moderados, en los tres miembros de la eurozona (Francia, Alemania e Italia) y en Reino Unido; pero potentes en Estados Unidos (+57,4% a/a), con lo que alcanzó un 7,5% de cuota en las exportaciones regionales, superando al Reino Unido. Sin embargo, las fuertes caídas en las ventas a otros destinos menos importantes, fundamentalmente emergentes y nórdicos<sup>12</sup>, totalizaron más de 100 mill.€ el año pasado. Ello prácticamente compensó los mencionados crecimientos. Además, las caídas se produjeron en sectores diferentes según el país, sin que se observe una pauta que resulte explicativa: fueron bienes de equipo en Noruega, Brasil e India, productos energéticos en Marruecos, semimanufacturas en Suecia y, Argelia, donde también cayeron fuertemente las compras de alimentos cántabros, etc. Por ello, **no puede deducirse un problema general de competitividad o de un sector determinado.**

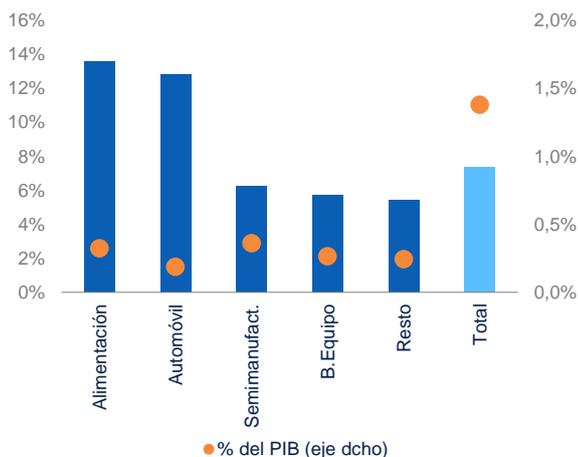
**El mercado británico ocupó el sexto lugar como destino de exportaciones cántabras el año pasado.** Con un aumento del 2,6% a/a, absorbió el 7,4% de las ventas regionales, equivalentes al 1,4% del PIB regional. Sin embargo, su importancia relativa como destino no es homogénea por sectores, entre los que destacan dos. Por un lado, el sector regional de la alimentación (que incluye bebidas y tabaco) dirigió el 13,6% de sus ventas exteriores al Reino Unido (41 millones de euros, destacando azúcar, café y cacao, preparados alimenticios y productos pesqueros). Por otro lado, el sector automotriz, que dirigió al Reino Unido el 12,8% de sus ventas exteriores totales. Sin embargo, la mayor relevancia en relación al PIB la tienen las semimanufacturas, cuyo 5,6% de ventas exteriores se dirigió a aquel mercado (cal y material para construcción, junto con plásticos, fundamentalmente); ello equivale a casi al 0,4% del PIB regional. Los datos disponibles hasta julio de este año muestran una caída de las ventas

12: Entre las primeras destacan las caídas de ventas a Marruecos (-32,7% a/a), India (-60,8%), Argelia (-52,9%) o Brasil -19,8% entre las segundas Noruega (-66,8% a/a) y Suecia (-23,6% a/a).

cántabras al mercado británico (-19,2% a/a) debido a la reducción a la mitad de las exportaciones de bienes de equipo y automóvil, mientras que las semimanufacturas muestran un pequeño incremento (+3,7% a/a).

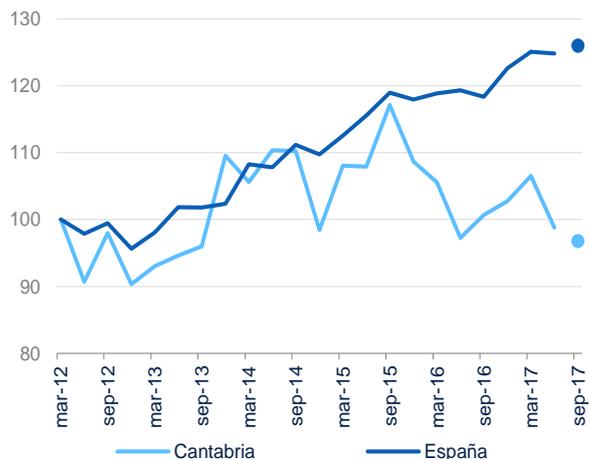
**Por otra parte, la importación de bienes reales muestra también cierta debilidad: tras caer un 8,6% a/a en 2016, los datos disponibles acumulados para los primeros siete meses de 2017 apuntarían a un estancamiento del 0,5% a/a real a cierre de 3T17** (véase el Gráfico 2.17), a pesar del incremento nominal hasta julio (+8,2% a/a). Tras tres años consecutivos de incrementos, la caída del año pasado se debió a los productos energéticos (-40,4% a/a), las materias primas (-29,4% a/a) y los alimentos (-12,1%), que explican en torno a 2 p.p. cada uno en la caída. En 2016, el sector de bienes de equipo fue el único que incrementó sus compras exteriores (+4,4% a/a). Sin embargo, dichas tendencias se revierten este año: bienes de equipo y automóviles caen (26,0% a/a y 13,2% a/a nominal respectivamente), mientras que se dan incrementos nominales relevantes en la importación de alimentos, materias primas y semimanufacturas (+19,8%, 60,1% y 30,1% a/a).

**Gráfico 2.16** Exportaciones dirigidas al Reino Unido respecto al total por sector y peso sobre PIB regional (% , 2016)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

**Gráfico 2.17** Cantabria: importaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

## Tras el récord de turismo el año pasado, el crecimiento continuó en el primer semestre de 2017

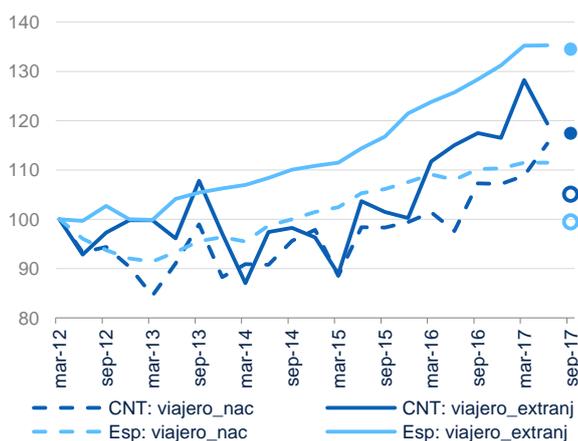
**Tras los récords en viajeros y pernoctaciones hoteleras de 2016, continúa el crecimiento este año.** El año pasado los viajeros entrados y las pernoctaciones en hoteles en Cantabria fijaron nuevos récords históricos, al superar los 1,1 y 2,7 millones respectivamente, con crecimientos del 9,1% y 10,6%. El segmento de residentes en España, que supone el 80% del turismo regional, creció de modo más moderado (7,5% en viajeros y 7,9% a/a en pernoctaciones), mientras que el de extranjeros mostró un fuerte dinamismo, incrementándose un 16,8% y 24,3% respectivamente. El crecimiento interanual se ha moderado hasta el 5,3% en viajeros y 5,1% en pernoctaciones hoteleras, por las caídas t/t CVEC observadas en tercer trimestre del año (véase el Gráfico 2.18). Ello se produce con un comportamiento más parejo entre viajeros nacionales y extranjeros y coincide con aumentos importantes, tanto en

alojamientos rurales, como en albergues<sup>13</sup>, en este año Jubilar Lebaniego. Todo ello, apoyado por la recuperación de la renta disponible y la mejora de la confianza en España, los problemas geopolíticos en otros mercados y unos costes de transporte relativamente baratos.

**Los turistas británicos siguen siendo los más numerosos entre los extranjeros entrados en hoteles en la región** (casi la cuarta parte), mientras que los franceses son el segundo origen más frecuente y suponen casi una quinta parte de los turistas extranjeros (pero apenas un 5% y 4% del total de turistas, respectivamente). Sin embargo los turistas franceses son más numerosos cuando se considera el conjunto de alojamientos de los turistas con destino en Cantabria<sup>14</sup>, en particular campings y alojamientos rurales, relegando a los británicos al segundo lugar. Respecto al tráfico de pasajeros del puerto de Santander, la mayoría viajeros británicos de ferry, se produjo un aumento del 20,5% a/a en el primer semestre este año, superando los 98 mil.

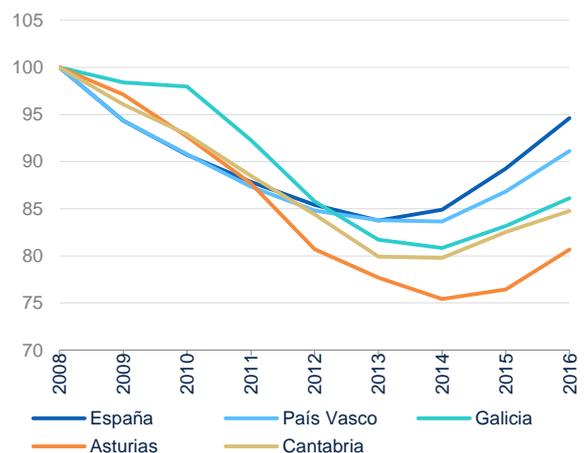
**Por otra parte, los precios hoteleros reales en Cantabria moderaron su recuperación el año pasado, y lo siguen haciendo en lo que va de año.** En todo caso, el incremento de precios reales del sector hotelero (+2,7% a/a) volvió a ser compatible, por segundo año consecutivo, con un aumento del número de pernoctaciones. Este comportamiento fue el menos positivo de entre las comunidades de la cornisa cantábrica, en la que la recuperación fue más moderada, en todos los casos, que la observada a nivel nacional (+6,0% a/a, véase el Gráfico 2.19). Los datos disponibles de 2017 indican una moderación del crecimiento de los precios reales en la región que, en promedio hasta julio, habrían crecido un 2,0% a/a en términos nominales en Cantabria, apenas unas décimas por encima de la inflación de la UEM.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE \* 3T17 estimado con datos hasta agosto.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE. \* Deflactado con IPC de la UE.

13: <http://www.eldiarioalerta.com/articulo/economia/cantabria-crece-12-8-viajeros-9-38-pernoctaciones-julio/20170912161117013616.html>

14: Véase el análisis del perfil del turista del ICANE, disponible aquí: [http://www.icane.es/c/document\\_library/get\\_file?uuid=d539f859-7259-4325-8b25-21951e12f4e2&groupId=10138#4\\_13](http://www.icane.es/c/document_library/get_file?uuid=d539f859-7259-4325-8b25-21951e12f4e2&groupId=10138#4_13)

## El mercado laboral cántabro continúa recuperando empleo de forma más lenta que el año pasado, y con un paro que repunta en la primera mitad de 2017

La afiliación a la Seguridad Social en el Cantabria creció un **1,3% en 2016**, 1,5 p.p. menos que el año anterior y 1,7 p.p. por debajo de lo ocurrido en el conjunto de España (3,0%). Esta tendencia de recuperación más lenta se habría mantenido en la primera mitad del 2017 y, de acuerdo a los últimos datos disponibles, **la afiliación aceleró hasta un 0,7% CVEC en el tercer trimestre del año**, superando el promedio nacional (véase el cuadro 2.2). El menor vigor en 2016 se explica sobre todo por la destrucción de empleo en la construcción y la menor aportación relativa en Cantabria tanto de los servicios públicos como, sobre todo, de los privados; en particular, de las actividades relacionadas con el turismo y las actividades profesionales. Por su parte, en la primera mitad de 2017 la destrucción de empleo en el sector público compensó parcialmente la aceleración observada en el sector manufacturero y en la hostelería mientras que, en el tercer trimestre, el cambio de tendencia del empleo público da lugar a un crecimiento más equilibrado por sectores.

Paralelamente, la **Encuesta de Población Activa (EPA) señala una mejora del mercado laboral en la región**, aunque con diferencias temporales y sectoriales. La EPA señala un dinamismo mayor el año pasado (+3,0% en la región frente al 2,9% de España), con un incremento medio de 7.000 empleos. Ello, por los avances del empleo industrial en 2T16 (a diferencia de la afiliación), junto con los de la construcción y servicios públicos en 2S16. Por el contrario, en los datos de 1S17 señala ligeras caídas intersemestrales en términos desestacionalizados. Dicha caída coincide con los mencionados sectores y especialmente en 1T17, mientras que el incremento del empleo se concentra también en los servicios privados.

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

	Cantabria					España				
	1S16	2S16	2016	1S17	3T17	1S16	2S16	2016	1S17	3T17
Agricultura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Construcción	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1
Comer., transporte y repar.	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,6	0,2	0,1
Hostelería	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmov.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Activ. Profesionales	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1
Serv. públicos	0,3	0,5	0,3	-0,4	0,2	0,1	0,2	0,5	0,2	0,2
Serv. sociales y act. Artíst.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>

Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social. Los datos semestrales son el promedio de los trimestres.

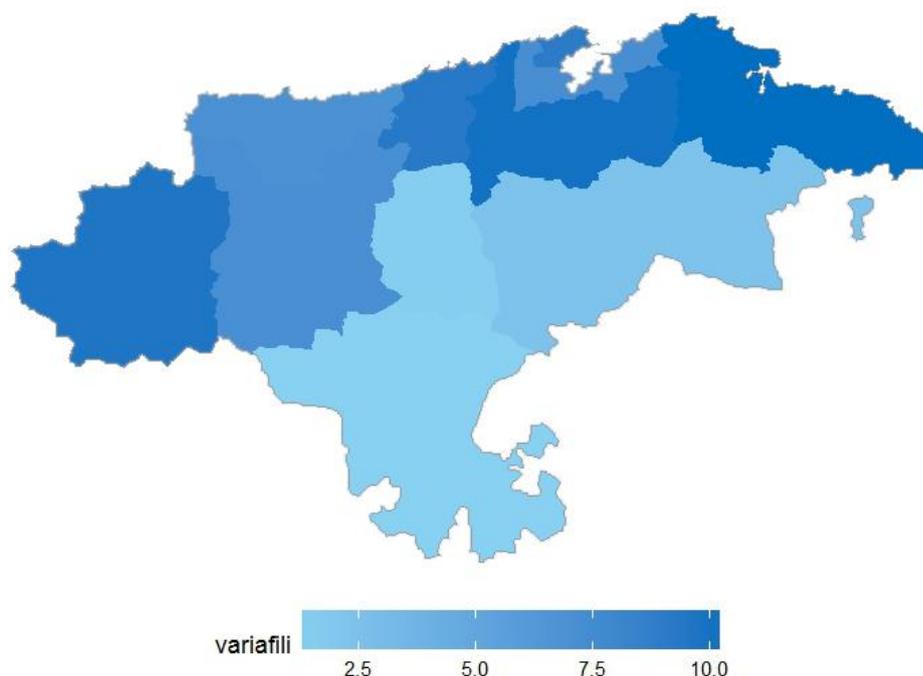
La mejora del empleo en el último año fue heterogénea en la región, en base al análisis de la afiliación por comarcas, como lo ha sido a lo largo de la crisis. La comarca de Torrelavega-Besaya lideró el crecimiento (+2,7% a/a, y supone cerca del 13% de la afiliación), 1 p.p. por encima del de la capital santanderina (que concentra el 43% de la afiliación). El crecimiento fue algo menor, cercano al 1,0%, tanto en la comarca de la Costa Oriental, como en las del Arco Metropolitano y el Área de Influencia. Por el contrario, en el resto de Cantabria (con el 12% de la

afiliación regional<sup>15</sup>) se dio una caída interanual de la afiliación del 0,9%. Una vez desestacionalizada la información con los últimos datos disponibles, se observa esa misma tendencia en términos interanuales, con crecimientos algo mayores al cierre del tercer trimestre de este año, que serían del 5,0% en la comarca de Torrelavega, el 3% en el Arco Metropolitano y el Área de Influencia, en torno al 2% en Santander y la Costa Oriental y ligeramente positivos (+0,6%) en el resto.

Con todo, como puede observarse en el Gráfico 2.21, **sólo la capital se acerca al nivel de afiliación de comienzos de la crisis** (supera el 95% de la misma), mientras que el resto se ubican algo por encima del 85%. Nuevamente, destaca la recuperación de la comarca de Torrelavega-Besaya, tradicionalmente industrial, más tardía pero más acelerada que la del resto, tras una caída también mayor. Santander, por su parte, aún una caída menor y una recuperación más sostenida.

**El Gráfico 2.20 muestra el detalle comarcal del crecimiento de la afiliación desde el mínimo observado en la crisis (2T13) hasta hoy.** Los mayores crecimientos, en torno al 10%, se observan en la Costa Oriental, Área de Influencia, Liébana, Santander y Torrelavega-Besaya. La recuperación es algo menor, ronda el 7%, en el caso del Arco Metropolitano y de Saja-Nansa. Sin embargo, es inferior al 2,5% en el Valle del Pas y del Asón, Alto y medio Besaya, y en Campoo y Valles del Sur.

**Gráfico 2.20** Cantabria: afiliación a la Seguridad Social por comarcas respecto al mínimo (% entre 2T13 y 3T17<sup>16</sup>)



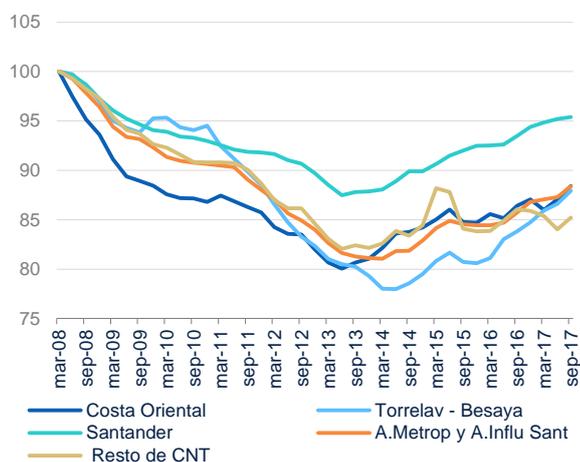
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social e ICANE

15: Incluye Alto y medio Besaya, Campoo y los Valles del Sur, Costa Occidental, Liébana, Saja-Nansa y Valles del Pas y Alto Asón.

16: Estimado, desestacionalizando los datos disponibles, hasta agosto de 2017.

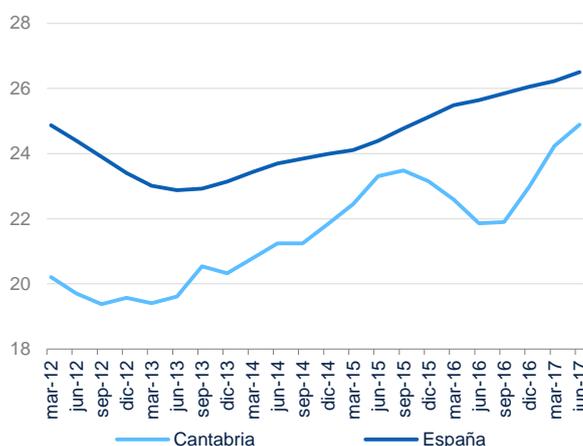
**La tasa media de paro se redujo en 2,8 p.p. el año pasado, pero ha aumentado más de un punto en lo que va de año.** El año pasado el número medio de parados se redujo un 5,0%, a pesar de un incremento de la población activa del 0,6% a/a (frente a la caída del 0,4% del promedio nacional). Así, en el último semestre de 2016, la tasa de desempleo se situó en 12,7%, nivel mínimo desde 2010. Sin embargo, durante 2017 la tasa de paro aumentó hasta el 14,0% en el primer semestre, con una caída interanual de la población activa del 0,3% a/a (la mitad del promedio nacional). Esta cifra está más de 7 p.p. por encima del dato de cierre de 2008. En lo que respecta a la calidad del empleo, **la tasa de temporalidad repunta en el último año.** Aunque sigue siendo inferior a la tasa nacional, se sitúa cerca del 25% según los últimos datos disponibles (véase el Gráfico 2.22). Esto supone un reto de primera magnitud puesto que dificulta la mejora de la calidad del empleo y del capital humano.

**Gráfico 2.21** Afiliación por comarcas (1T08=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, Seguridad Social e ICANE

**Gráfico 2.22** Temporalidad en el empleo (% del total de asalariados, promedio anual)

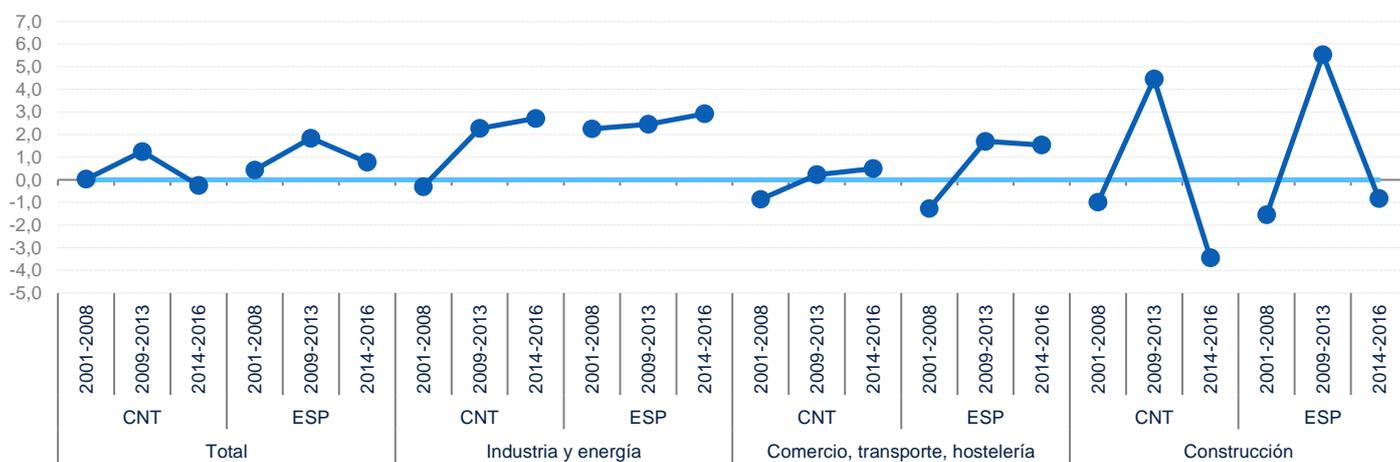


Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La productividad aparente en la economía cántabra quiebra su tendencia de crecimiento durante el periodo de recuperación

**La productividad aparente del factor trabajo, que experimentó un crecimiento en la economía cántabra en el periodo 2009-2013, cae durante el periodo de recuperación posterior.** Tras apenas durante el periodo pre-crisis (2001-2008), la evolución del empleo cántabro determina un crecimiento de la productividad en el periodo 2009-2013 que, sin embargo, no se mantiene en los últimos años. En cualquier caso, algunos sectores relevantes de la economía cántabra, como el industrial o el agregado del comercio, la hostelería y el transporte sí han logrado mantener la tendencia de la mejora productiva. Ello supone un soporte de crecimiento para ellos, así como un reto para el conjunto de la economía cántabra (véase el Gráfico 2.23).

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## El poco dinamismo de los ingresos condicionó el ajuste fiscal de Cantabria, que incumplió el objetivo de estabilidad de 2016

Tal y como se preveía el Gobierno de Cantabria cerró el año 2016 con un déficit del 1,5% del PIB regional, lo que supone un ajuste de apenas dos décimas porcentuales del PIB, y más que duplica el -0,7% del objetivo de estabilidad presupuestaria. El impacto positivo de la liquidación del sistema de financiación autonómica<sup>17</sup> no logró compensar el poco dinamismo observado por el resto de recursos. Por su parte, el ajuste del gasto primario fue algo mayor al previsto al comienzo del año, concentrando la mayor parte del ajuste en el gasto de inversión. Con todo, Cantabria cumplió en 2016 con el límite de la regla de gasto.

## Continúa el crecimiento en Cantabria en 2017 y 2018

En 2017 se prevé que la economía cántabra acelere su crecimiento hasta el 2,5%, y que el ritmo de aumento de la actividad alcance el 2,7% en 2018. Esto permitiría la creación de 7 mil empleos en estos dos años y que la tasa de paro se reduzca en torno a 1,6 p.p., hasta el 11,5% al final de 2018. Detrás del dinamismo de la región se encuentran diversos factores: por un lado, la demanda interna, aunque en menor medida que en 2016, continuará contribuyendo positivamente al crecimiento, gracias al consumo y a la inversión. Además, la economía regional ha venido reflejando incrementos de productividad en algunos sectores clave para la región, como el industrial, lo que se constituye como un soporte para ellos y un reto para el crecimiento regional futuro. Por otro lado, tras varios años de caída, el sector exportador de Cantabria muestra todavía cierta atonía. Dada su relativa diversificación, debería apoyar el crecimiento de la región en un entorno de recuperación de la demanda mundial. En todo caso, la mejora de la ocupación consistente con esta evolución de la actividad continúa sin ser suficiente: a finales de 2018 se prevé que la tasa de paro será todavía 6 p.p. superior a la existente a comienzos de 2008. Así, estas previsiones de recuperación económica, junto con una dinámica poblacional ligeramente más negativa que la media española harán que el PIB per cápita, en euros constantes, sea al final de bienio un 2% inferior al de diez años antes.

17: La liquidación del sistema de financiación autonómica correspondiente a 2014 le supusieron un ingreso en 2016 de 38 millones de euros, frente a los 0,4 millones ingresados en 2015 por la liquidación del año 2013.

Este escenario de recuperación se explica por diversos factores. Por un lado, **algunos factores externos apoyan unas buenas perspectivas para el sector exterior cántabro. Por otro, la propia inercia de la economía, junto con los nuevos datos conocidos, señalan un mantenimiento del crecimiento en el primer semestre de 2017.** En concreto, se espera que el PIB de Cantabria mantenga en el primer semestre del año un ritmo similar al del segundo del año pasado, promediando un crecimiento trimestral de 0,7%, corregidas las variaciones estacionales y de calendario.

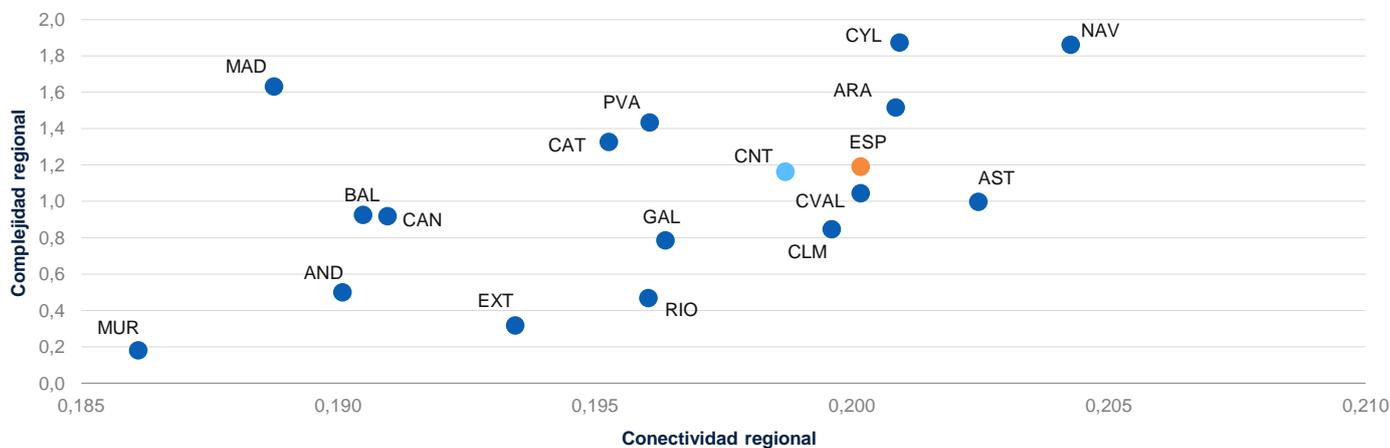
## La mejora del PIB global y la eurozona favorecerá a las exportaciones

**Por otro lado, el avance del PIB global (3,3% en 2017 y 3,4% en 2018) seguirá incentivando la demanda de exportaciones cántabras**, en particular, de bienes, aunque también de servicios. A pesar de algunos focos de incertidumbre (*brexít* y el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos), otros como la incertidumbre geopolítica europea se han reducido, tras las últimas citas electorales. Si bien el sector exportador cántabro ha dado muestras de debilidad en los últimos años, está relativamente diversificado y el año pasado fue capaz de crecer en ventas a sus principales mercados. Un sector exterior más complejo e interrelacionado permitirá aprovechar mejor el empuje de la demanda mundial. En este sentido, de acuerdo con el análisis realizado a partir de Hausmann et al (2011), las exportaciones de bienes de Cantabria muestran una caracterización de complejidad y conectividad que la sitúan en torno a la media del país en complejidad y algo por debajo en conectividad<sup>18</sup> (véase el Gráfico 2.24), que condiciona a futuro el sector exterior como soporte para el crecimiento regional. Un mayor nivel de complejidad/conectividad facilitaría que la mejora del entorno exterior, particularmente en los mercados emergentes y con un tipo de cambio favorable, se trasladara a incrementar las ventas al exterior. Además, el mantenimiento de las condiciones monetarias todavía laxas y el mantenimiento del precio del petróleo en lo que va de año por debajo de su nivel de equilibrio (en torno a 60\$/barril) sobre todo por el aumento de la oferta, y a pesar de su reciente repunte, favorecerán el consumo privado y el turismo. Aunque con un peso en la región inferior al de otras zonas costeras de España, se beneficiará de la recuperación del mercado nacional y la renta disponible de las familias, así como de la reducción de los costes de transporte.

---

18: La complejidad de la economía está relacionada con su capacidad para producir y exportar determinados bienes que pocos producen y muchos importan. La conectividad está relacionada con la frecuencia o facilidad para producir varios bienes relativamente cercanos, similares o interrelacionados. Para más detalles, véase The Atlas of Economic Complexity de Hausmann, Hidalgo et al, disponible aquí: [http://atlas.cid.harvard.edu/media/atlas/pdf/HarvardMIT\\_AtlasOfEconomicComplexity\\_Part\\_1.pdf](http://atlas.cid.harvard.edu/media/atlas/pdf/HarvardMIT_AtlasOfEconomicComplexity_Part_1.pdf)

**Gráfico 2.24** CC.AA.: complejidad y conectividad de las exportaciones de bienes



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

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

El Banco Central Europeo (BCE) ha ido dando muestras de disposición a modular su postura de política monetaria durante el año. En este sentido y tras su reunión del mes pasado<sup>19</sup>, se espera que en octubre dé a conocer la mayoría de los detalles de la salida del programa de expansión monetaria. Con todo, parece clara la **necesidad de mantener una política monetaria todavía laxa**. Hasta ahora, el BCE ha comunicado de forma clara que las subidas de tipos se producirían una vez finalizado el programa de compra de activos, en línea con el mismo proceso que ha seguido la Fed. Por ello, se espera que la autoridad monetaria comience a reducir su ritmo de compras mensuales a comienzos del próximo año (*tapering*), en un proceso que se podría dilatar hasta mediados de 2018. A finales de ese año se produciría la primera subida del tipo de interés de referencia. Una comunicación adecuada y una estrategia de salida ordenada y paulatina de las medidas extraordinarias resultarán claves a la hora de emprender el proceso de normalización sin poner en riesgo la recuperación económica.

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

**Por otro lado, las reformas implementadas durante los últimos años seguirán incentivando el crecimiento de la inversión.** En particular, se espera que las compras de bienes de equipo puedan recuperarse, impulsadas por las mejoras de la competitividad alcanzadas, inversiones ya anunciadas en alguna de las principales empresas de la región y por la mejora de la demanda, tanto externa como interna. Eventualmente ello podría sostener la recuperación del sector residencial y revertir la tendencia negativa en los visados no residenciales. Por su parte, aunque se prevé que la inversión residencial consolide un entorno de mejora, el crecimiento del sector será lento y empieza con retraso respecto a lo observado en el conjunto de España.

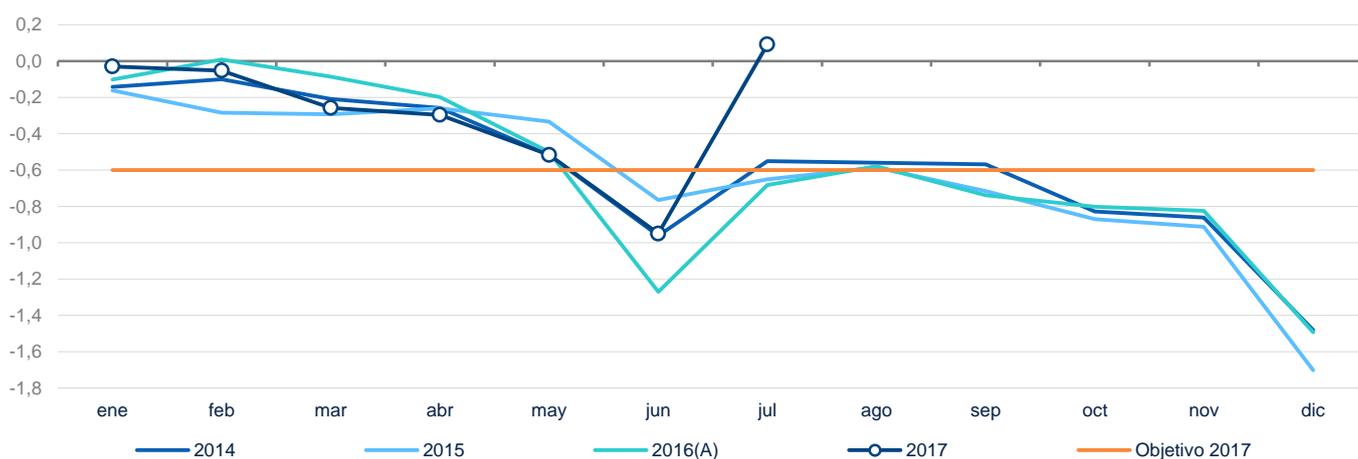
19: Véase <https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2017/09/BCE-sept-2017.pdf>

## Nuevo ajuste del déficit en 2017, que podría ser suficiente para cumplir con el objetivo de estabilidad

La ejecución presupuestaria conocida hasta julio de 2017 apunta a que el Gobierno de Cantabria habría retornado a las políticas de control del gasto, el cual permanece estable respecto al mismo periodo de 2016. Por otro lado, los mayores recursos del sistema de financiación autonómica están favoreciendo el aumento de los ingresos de Cantabria, que crecieron hasta julio a un ritmo del 7,9% a/a. Como resultado, el Gobierno de Cantabria ha cerrado julio de 2017 con un superávit de 0,1% del PIB regional, mejorando en siete décimas el saldo registrado hasta julio de 2016 (véase el Gráfico 2.25).

Hacia adelante, no se esperan incrementos adicionales de los ingresos autonómicos, por lo que si Cantabria mantiene la política de control del gasto durante los últimos meses del año, no debería tener problemas para cerrar el año **cumpliendo con el objetivo de estabilidad (-0,6% del PIB)**.

**Gráfico 2.25** Gobierno de Cantabria: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB regional)



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

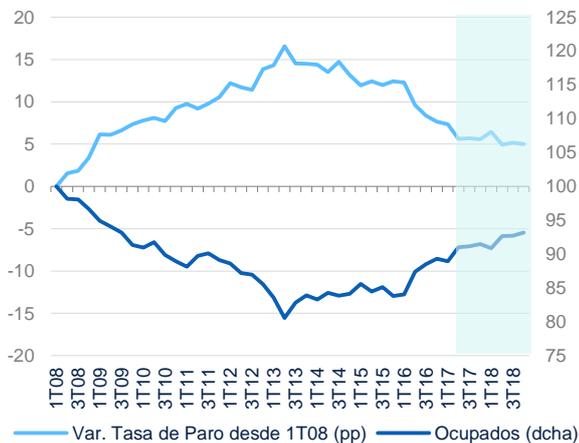
## Se crearán cerca de 7 mil empleos en el bienio

Las previsiones de mejora del PIB para la región en los próximos dos años favorecen una evolución positiva del mercado laboral. **Así, en el escenario más probable se generarán cerca de 7 mil puestos de trabajo en el bienio 2017-2018.** Pese a esto, el empleo en términos EPA todavía se situará unos 7 p.p. por debajo del nivel promedio de 2008. Paralelamente, **la tasa de paro se reducirá hasta el 11,7% a finales de 2018**, 6 p.p. por encima de su nivel a comienzos de 2008 (véase el Gráfico 2.26).

Por su parte, la combinación de un crecimiento del PIB algo inferior al promedio nacional y un dinamismo demográfico similar, provocan que **Cantabria prácticamente recupere en 2018 el nivel de PIB, absoluto y per cápita, previo a la crisis, más tarde que el promedio nacional. En términos de empleo, sin embargo, a final del bienio no se habrá recuperado dicho nivel ni en la región, ni a nivel nacional (véase el Gráfico 2.28)<sup>20</sup>.**

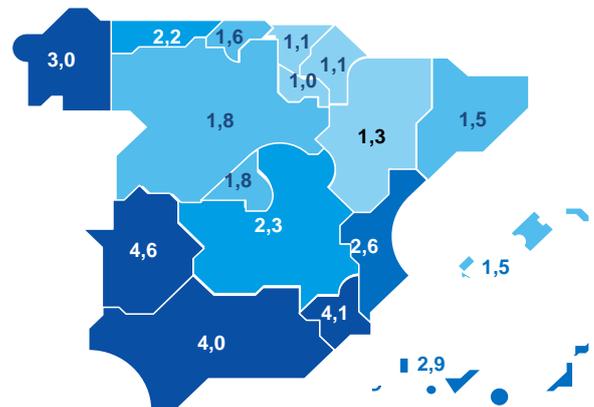
20: De mantenerse el ritmo de crecimiento del empleo previsto para el bienio 2017-2018, dicho nivel de empleo no se alcanzaría antes del 2024.

**Gráfico 2.26** Cantabria: ocupados EPA y tasa de paro (CVEC)



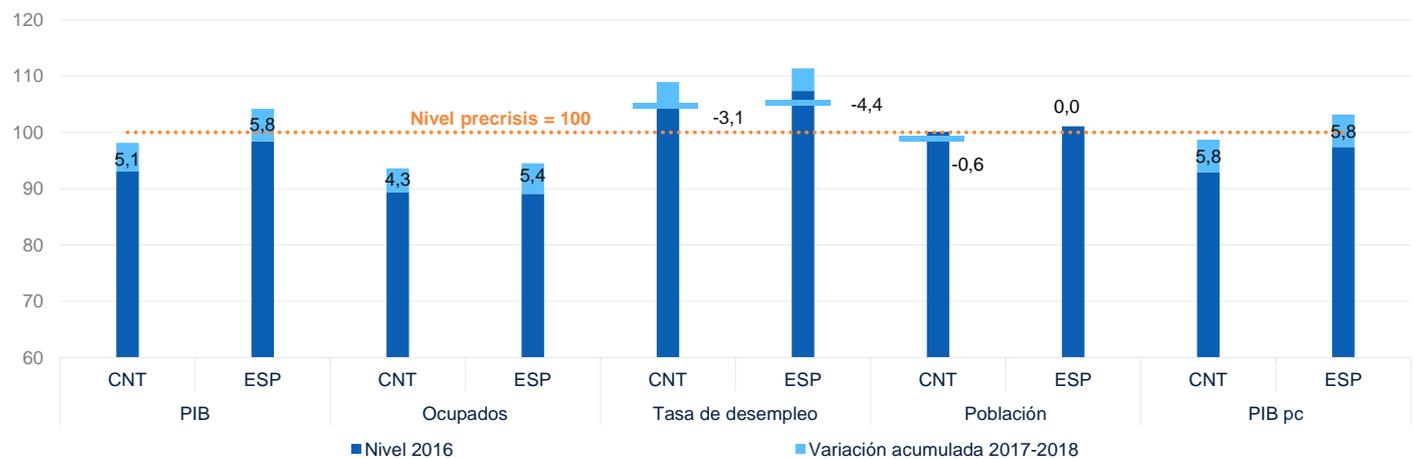
Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Gráfico 2.27** Asalariados con un sueldo anual equivalente por debajo del Salario Mínimo (% del total de asalariados)



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

**Gráfico 2.28** PIB, empleo, tasa de paro, población y PIB per cápita. Nivel en 2016 y cambio en el bienio 2017-2018 (Nivel pre crisis=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

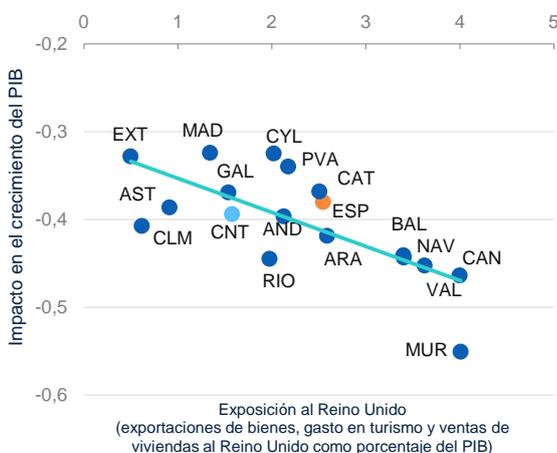
## El escenario no está exento de riesgos

Si bien las previsiones para 2017 suponen una aceleración del crecimiento, que se apoya en el buen comportamiento previsto del sector exterior y la inversión, los riesgos externos e internos persisten, aunque cada vez parecen tener menos impacto duradero. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el alcance de los cambios en la política de comercio exterior de EE.UU., la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE tras la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa o las elecciones en Alemania e Italia.

Entre los efectos directos del *brexit* se encuentra la posible disminución de las exportaciones al Reino Unido producto de la disminución de la renta de las familias británicas, del aumento de las barreras al comercio y de la depreciación de la libra. En el caso de Cantabria, la exposición al Reino Unido se concentra: en bienes, entre el sector de semimanufacturas y, con mayor importancia relativa, el de alimentación y automotriz; y en servicios, en la afluencia turística de británicos, especialmente los de tránsito. Además, se espera una incidencia menor de otros posibles efectos, como la inmigración o la demanda de segunda residencia. En todo caso, también debe considerarse el canal indirecto de una posible desaceleración a través de otros países de la UE u otras regiones españolas más expuestas por su mayor apertura exterior. Por todo ello, exportando bienes al mercado británico en proporción similar a la media española y **según las estimaciones de BBVA Research, la elasticidad del PIB cántabro a caídas del PIB británico es similar a la media de las regiones españolas, cercana a las cuatro décimas ante reducciones de punto y medio en el PIB británico** (véase el Gráfico 2.28).

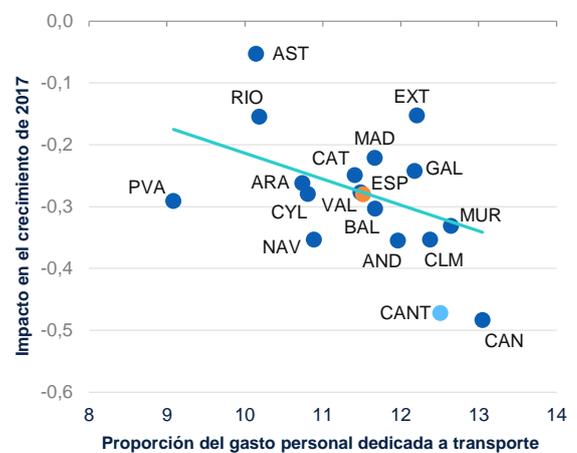
Adicionalmente, tras un aumento del precio del petróleo en la segunda parte de 2016, se produjo una bajada del mismo en 2T17, debido a factores de oferta fundamentalmente, que posponen su recuperación hacia el precio de equilibrio de largo plazo (60\$/barril). Ello es particularmente importante para una economía importadora de combustible como es la española. Hacia delante, nuevos aumentos del precio del petróleo podrían suponer presiones sobre la capacidad de compra de las familias y reducciones de los márgenes de las empresas, que podrían desacelerar la recuperación de la demanda interna. Los impactos previstos en las distintas comunidades como consecuencia de este riesgo dependen, principalmente, del uso de energía en la actividad productiva y de la proporción del gasto destinada a transporte, que es mayor en Cantabria que en la media nacional. Dados estos condicionantes se estima que, **ante una variación del 10% en el precio del crudo, el impacto para Cantabria podría situarse cerca del 0,5 p.p. en el año, dos décimas por encima de la media nacional** (véase el Gráfico 2.29).

**Gráfico 2.29** Impacto del *brexit* por CC.AA: (p.p. sobre el crecimiento de un año, ante caídas de 1,5% del PIB británico)



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

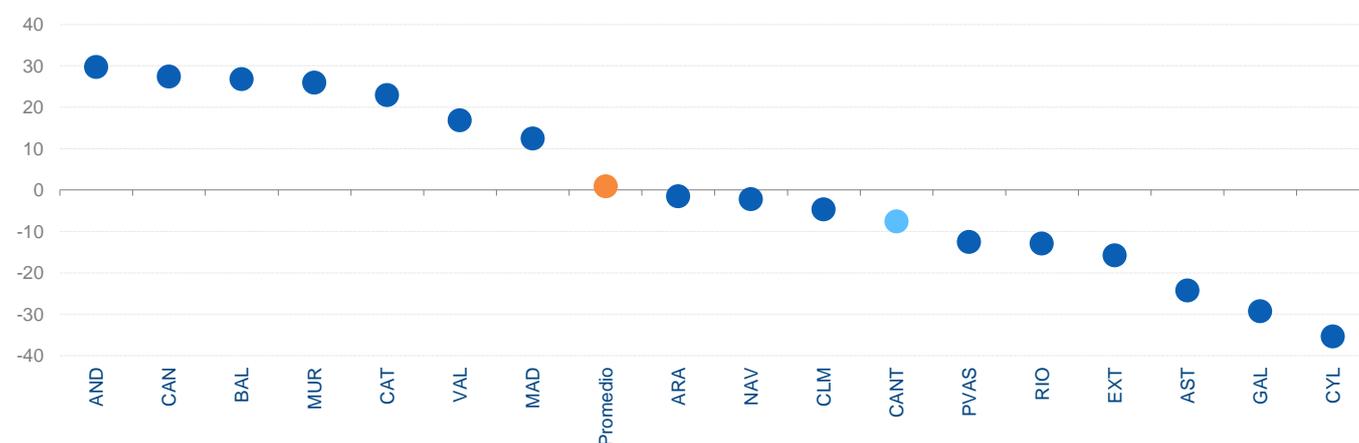
**Gráfico 2.30** Impacto de un aumento del 10% en el precio del crudo sobre el crecimiento anual del PIB (p.p., efecto sobre el crecimiento de 2017)



Fuente: BBVA Research

Por otro lado, las próximas citas electorales a celebrar en algunas de las principales economías de la zona euro (en septiembre en Alemania, y posteriormente en Italia) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior, aunque las tensiones geopolíticas parecen haberse reducido parcialmente tras los resultados de las elecciones francesas. Otro riesgo a tomar en cuenta es el momento y la intensidad en el que se produzca la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. Para una economía apalancada como la española, incrementos en el coste de financiación podrían restringir los recursos disponibles para el consumo y la inversión. En este punto, en Cantabria el crédito a AA.PP. y otros sectores residentes, como proporción del PIB regional, se redujo en 2016 hasta el 87,7%, desde el 123,6% alcanzado en 2009. De hecho, el saldo de crédito a depósitos es ligeramente negativo en la región. **Por ello, la región sería una de las CC.AA. menos expuestas a un eventual cambio de dichas condiciones monetarias** (véase el Gráfico 2.31).

**Gráfico 2.31** Saldo entre crédito y depósitos a OSR (% sobre PIB; 4T16)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

**A nivel doméstico, aunque la incertidumbre sobre la política económica se ha moderado, según las estimaciones de BBVA Research podría seguir restando algunas décimas al crecimiento<sup>21</sup>.** Hacia delante, será clave la capacidad de generar consensos alrededor de las medidas que se necesitan para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, de tal manera que aumente la velocidad del crecimiento y la creación de empleo. Por otro lado, aunque de momento no se aprecian efectos de segunda ronda en la inflación derivados del incremento del salario mínimo interprofesional (SMI), no se puede descartar que se produzcan a futuro. De materializarse, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas y al poder adquisitivo de las familias, lo que ralentizaría el crecimiento de la demanda y la creación de empleo.

**A este respecto, se estima que el incremento del 8% en el Salario Mínimo Interprofesional (SMI) para 2017 tendrá un efecto limitado en actividad y puestos de trabajo** debido a su baja cobertura y reducida importancia en los costes laborales de las empresas. Sin embargo, si se generalizasen incrementos en las remuneraciones reales sin venir acompañados de mejoras proporcionales en la productividad, el proceso de creación de empleo

21: Para más detalles véase Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2017, disponible aquí: <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-espana-segundo-trimestre-2017/>

podría verse negativamente afectado. Incluso si no se diese lo anterior, la subida del SMI puede reducir la probabilidad de empleo de ciertos colectivos, como los trabajadores con menor formación, los jóvenes (sin experiencia) o quienes tienen un contrato temporal. En cualquier caso, el porcentaje de asalariados con un sueldo anual equivalente igual o por debajo del SMI en Cantabria está algo por debajo del promedio nacional (ver Gráfico 2.26), como ocurre con la incidencia de la temporalidad (ver Gráfico 2.21). Por tanto, los efectos mencionados anteriormente, en caso de producirse, podrían ser algo menores en la región, tanto a nivel agregado como en dichos colectivos<sup>22</sup>. De todos modos, la proporción de parados de larga duración en Cantabria es similar a la media nacional (en promedio del último año, el 57,0% lo era desde hacía un año o más, 0,3 p.p. menos que en España). Además, en el caso de los estudiantes, la probabilidad de que un universitario tuviera un contrato indefinido en su primer empleo era del 14,6%, la más baja de entre las comunidades autónomas y 12,1 p.p. menor que en el promedio nacional, según los últimos datos del INE referentes a la inserción laboral, de 2014<sup>23</sup>. En sentido contrario, la probabilidad de encontrar trabajo del joven universitario en los tres primeros meses una vez terminada su educación en la región, era del 25,4%, casi 1 p.p. mayor que la media de España.

**Por tanto, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía cántabra obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad, mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo.** Serán de especial interés aquellas medidas encaminadas a **mejorar el mercado laboral** (reducir la tasa de paro, especialmente entre los jóvenes, reducir la temporalidad o incrementar la tasa de actividad), **el capital humano** y la adopción de nuevas tecnologías, que deberían permitir seguir incrementando la productividad media del trabajo.

El Gráfico 2.32 compara la evolución de la productividad y del PIB per cápita de Cantabria en el quinquenio 2010-2015, con las 30 regiones europeas *peers* o de referencia, que más se le parecen a Cantabria en base a criterios estructurales<sup>24</sup>. En todas las regiones, salvo la italiana Umbría, se observa un crecimiento de la productividad positivo, del 7% en promedio; pero en el caso cántabro, el resultado es similar al de Asturias y Castilla La Mancha: está por debajo de la mayoría y es negativo en lo que respecta al PIB per cápita. Por tanto, en el periodo considerado, la región ha evolucionado peor que la mayoría de regiones consideradas, tanto españolas como de otros países y, en particular, a distancia de las regiones austriacas del Burgenland, Tirol y Steiermark, que han liderado las mejoras en productividad y PIB per cápita.

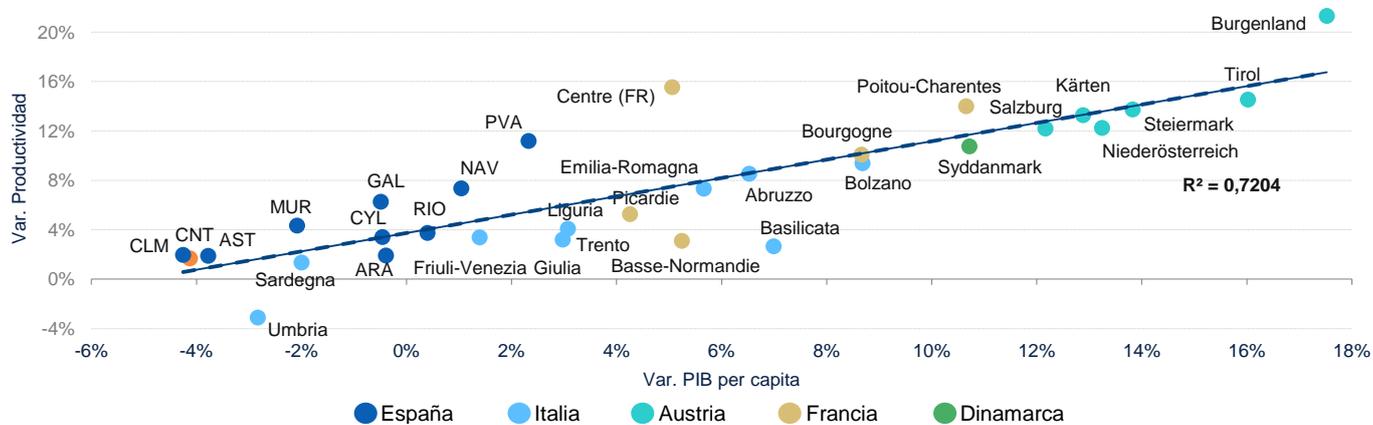
22: Véase, al respecto, el Observatorio de BBVA Research, *Repercusiones del aumento del salario mínimo en España*, disponible aquí: <https://www.bbva.com/publicaciones/repercusiones-del-aumento-del-salario-minimo-en-espana/>

23: Véase la Encuesta de Inserción Laboral del INE, disponible aquí:

[http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736176991&menu=ultiDatos&idp=1254735976597](http://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176991&menu=ultiDatos&idp=1254735976597)

24: En base a la metodología de elección de benchmarks que se desarrolla por la UE en el marco del S3, Smart Specialization Platform véase: <http://s3platform.jrc.ec.europa.eu/regional-benchmarking>

**Gráfico 2.32** Evolución de la productividad y del PIB per cápita en regiones europeas comparables (2010-2015)



Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea y Eurostat.

## Análisis de la situación económica de Cantabria a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Tercer trimestre de 2017<sup>25</sup>

Los resultados de la Encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al tercer trimestre de 2017 son consistentes con una economía cántabra que mantuvo su ritmo de crecimiento. Con todo, se produce un deterioro de las expectativas de cara al último trimestre del año. Esta oleada, realizada a finales de septiembre de 2017, Los resultados se ubican por encima de los de los últimos 7 trimestres en la visión sobre el trimestre corriente. Sin embargo, las expectativas son peores que las de los tres trimestres anteriores.

En la visión sobre la actividad en el trimestre corriente predomina la estabilidad, acorde a dos tercios de los encuestados, mientras casi una cuarta parte observa aumentos de la misma. Así se incrementa el saldo neto de respuesta<sup>26</sup>, que es positivo por segundo trimestre consecutivo (véase el Gráfico R1.1). Estos resultados superan en 8 p.p. los del trimestre

pasado y en 24 p.p. los de hace un año. En aquel caso, los eventos geopolíticos (doble convocatoria electoral en España, victoria del *brexit* en el referéndum o la elección de Trump en EE.UU., junto con el repunte puntual del precio del crudo) pudieron provocar el empeoramiento en la visión de los encuestados en 2016. Sin embargo, ello no impidió una mejora de la actividad económica.

Superada en parte la incertidumbre de dichos factores, los resultados de expectativas muestran una **visión predominante de estabilidad, pero que es más negativa de cara al 4T17<sup>27</sup>** (-10 p.p. de saldo neto, véase el Cuadro R1.1). A pesar de todo, la previsión de BBVA Research es que el crecimiento continuará por encima de su promedio histórico en la región, enlazando el cuarto año consecutivo de crecimiento positivo en 2017. De hecho, las expectativas suelen mostrar una variabilidad mayor que la propia actividad económica.

**Ningún indicador parcial muestra resultados negativos en cuanto a saldos netos de respuesta en el trimestre:** el de expectativas es la excepción. Tanto en el caso de la inversión en los diferentes sectores, como en los indicadores de empleo, salvo en el caso de la inversión en servicios en términos intertrimestrales, todos mejoran al trimestre y al año anterior.

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

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

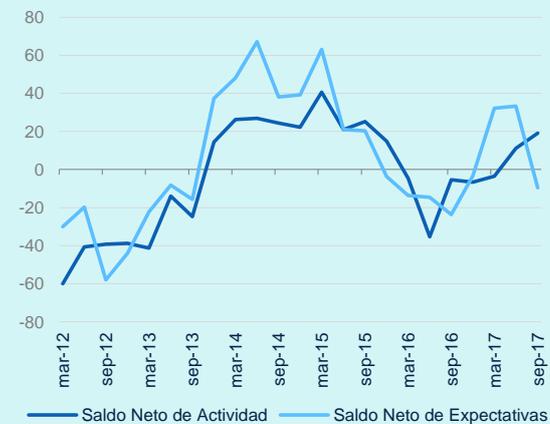
27: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

**Recuadro1**

Ambos indicadores del sector exterior se mantienen en positivo en el trimestre, destacando la mejora de las exportaciones y el saldo neto del turismo, 43%, junto con el sector servicios en general (véase el Gráfico R.1.2). De todos modos, en las exportaciones la visión de estabilidad es casi unánime.

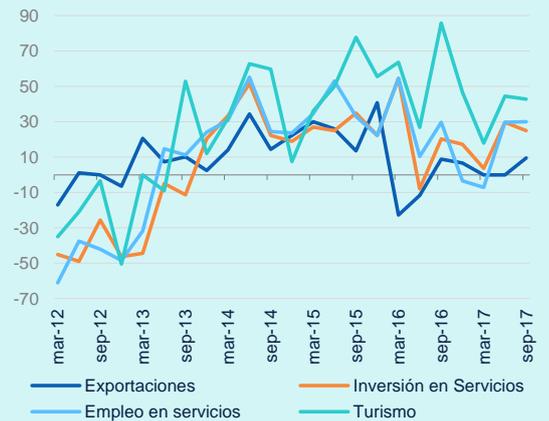
En síntesis, los resultados de **la encuesta BBVA de Actividad Económica confirman que la economía cántabra mantiene un crecimiento positivo estable**, con señales positivas en el conjunto de sectores, especialmente, los relacionados con el sector servicios y, en particular, el turismo. Con todo, los encuestados prevén un posible deterioro de la actividad en el próximo trimestre, que podría estar asociada a la incertidumbre política interna, dados los positivos resultados de los indicadores parciales.

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



Fuente: BBVA

**Gráfico R.1.2** Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria. Saldos de respuestas (%). Variables seleccionadas



Fuente: BBVA

**Cuadro R.1.1 Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria. Resultados generales (%)**

	3º Trimestre 2017				2º Trimestre 2017				3º Trimestre 2016			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
<b>Actividad Económica</b>	24	71	5	19	22	67	11	11	16	64	21	-5
<b>Perspectiva para el próximo trimestre</b>	14	62	24	-10	37	59	4	33	10	56	34	-24
Producción industrial	5	95	0	5	19	74	7	11	11	78	11	-1
Cartera de pedidos	10	86	5	5	22	70	7	15	7	73	20	-12
Nivel de stocks	10	86	5	5	11	85	4	7	5	91	4	1
Inversión en el sector primario	7	86	7	0	9	68	23	-14	3	64	32	-29
Inversión industrial	13	87	0	13	9	78	13	-4	1	79	20	-18
Inversión en servicios	35	55	10	25	44	41	15	30	31	58	11	20
Nueva construcción	21	79	0	21	15	69	15	0	23	66	11	12
Empleo industrial	12	88	0	12	8	88	4	4	7	79	14	-7
Empleo en servicios	45	40	15	30	41	48	11	30	44	42	14	30
Empleo en construcción	11	89	0	11	15	73	12	4	11	72	17	-5
Precios	19	76	5	14	22	74	4	19	12	78	9	3
Ventas	19	71	10	10	11	70	19	-7	28	59	14	14
Turismo	48	48	5	43	52	41	7	44	87	11	1	86
Exportaciones	10	90	0	10	4	93	4	0	18	72	9	9

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

## 3. La evolución del gasto y los ingresos autonómicos entre 2003 y 2016

Ángel de la Fuente<sup>28</sup> - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC). Septiembre de 2017

### Introducción

**En esta nota se analiza la evolución de los ingresos y gastos de las comunidades autónomas (CC.AA.) durante el período 2003-16.** El análisis toma como punto de partida el ejercicio 2003 porque éste es el primer año en el que todas las CC.AA. fueron responsables de la gestión de la sanidad durante el ejercicio completo. Puesto que desde 2002 no ha habido traspasos de gran peso en términos de su dotación económica, las series corresponden a un período en el que las competencias de gasto de todas las autonomías se han mantenido aproximadamente constantes, aunque no iguales para todas ellas. Los datos que aquí se utilizan provienen de las cuentas regionales que elabora la IGAE (2017) y en particular de las series desagregadas por comunidades autónomas desde 2000 en adelante que este organismo ha publicado recientemente.

**La IGAE ofrece información sobre los ingresos (recursos) y gastos (empleos) no financieros de las CC.AA. calculados con criterios de Contabilidad Nacional (CN). A los efectos que aquí nos interesan, conviene modificar la agrupación de partidas que se utiliza en CN** con el fin de recoger de una forma más intuitiva el efecto del sistema de financiación autonómica sobre los ingresos y gastos regionales. El problema tiene que ver con el tratamiento de las transferencias a otras administraciones públicas, una partida que en el caso de las CC.AA. está dominada por transferencias al Estado por conceptos relacionados con el sistema de financiación autonómica (tales como los saldos negativos de la Transferencia de Garantía o del Fondo de Suficiencia de ciertas comunidades). Aunque estas transferencias realmente reducen los ingresos netos de los que disponen las administraciones regionales, en CN se las incluye entre los "gastos" de las CC.AA., dejando a estas con "ingresos brutos" artificialmente hinchados. Con el fin de evitar este problema, en lo que sigue las transferencias (corrientes y de capital) a otras administraciones públicas se trasladan desde el apartado de gastos al de ingresos, donde se deducen de las transferencias (corrientes y de capital) procedentes de otras administraciones públicas para construir una nueva partida de ingresos netos por transferencias de otras administraciones públicas que se integra en el apartado de ingresos de las CC.AA.

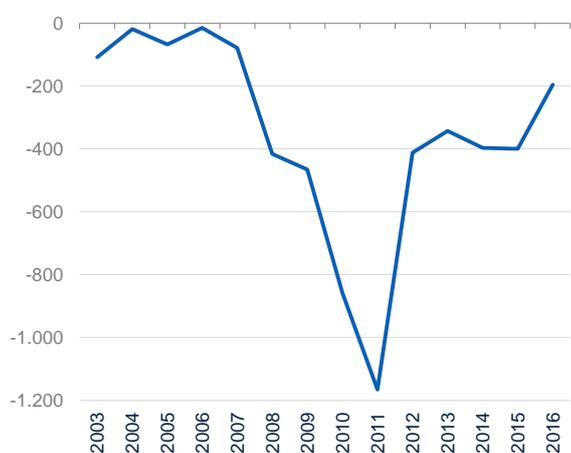
**Se obtienen así nuevos agregados de ingresos y gastos no financieros ajustados que son los que se utilizan en esta nota.** Los ingresos ajustados incluyen los ingresos netos por transferencias desde o hacia otras administraciones públicas y los gastos ajustados se presentan netos de las transferencias realizadas a otras administraciones públicas. En lo que sigue, se trabaja siempre con gastos e ingresos por habitante y medidos a precios constantes de 2010 (utilizando el deflactor del PIB nacional).

28: Agradezco los comentarios y sugerencias de Pep Ruiz.

## 2. Evolución del conjunto de las comunidades autónomas desde 2003

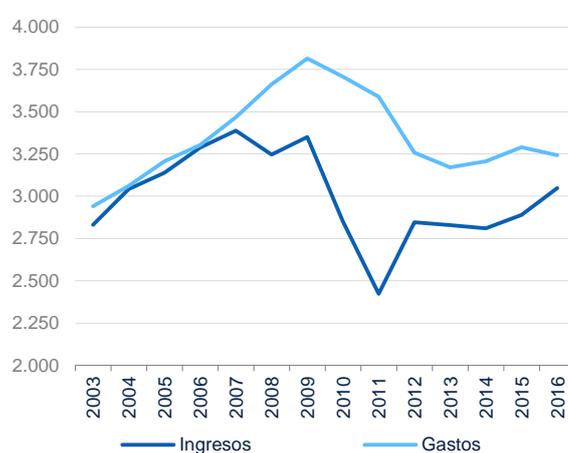
El Gráfico 3.1 muestra la evolución del saldo presupuestario del conjunto de las comunidades autónomas desde 2003 hasta 2016. Durante los primeros años del período analizado, que corresponden a la parte final de una larga expansión económica, las CC.AA. se mantienen cerca del equilibrio presupuestario. Con la llegada de la crisis en 2008, los saldos presupuestarios autonómicos se deterioran muy rápidamente hasta alcanzar un déficit máximo de 1.165 euros (de 2010) por habitante en 2011. Tras ese año, las cosas comienzan a mejorar, aunque a un ritmo decreciente y con ciertos altibajos hasta llegar a 195 euros por habitante en 2016.<sup>29</sup>

**Gráfico 3.1** Saldo presupuestario no financiero euros por habitante a precios constantes de 2010 conjunto de las comunidades autónomas



Fuente: A.de la Fuente

**Gráfico 3.2** Ingresos y gastos no financieros ajustados euros por habitante a precios constantes de 2010 conjunto de las comunidades autónomas



Fuente: A.de la Fuente

Resulta interesante analizar en cierto detalle las sendas de gasto e ingreso que hay detrás de los saldos presupuestarios autonómicos. El Gráfico 3.2 resume la evolución de los ingresos y los gastos no financieros ajustados de las CC.AA. medidos también en euros de 2010 por habitante. **En el gráfico se aprecia un patrón de comportamiento con varias fases bien diferenciadas.** Entre 2003 y 2007 los ingresos y los gastos de las administraciones regionales crecen a un ritmo similar, lo que permite mantener una situación de equilibrio presupuestario aproximado. Entre 2007 y 2009 los gastos se disparan muy por encima de los ingresos. Entre 2009 y 2011 los ingresos se desploman, lo que se traduce en un rápido aumento del déficit a pesar de la caída del gasto. Tras 2011, finalmente, los ingresos se recuperan gradualmente mientras los gastos se estabilizan, lo que permite ir reduciendo el déficit hasta niveles que vuelven a acercarse al equilibrio en la parte final del período.

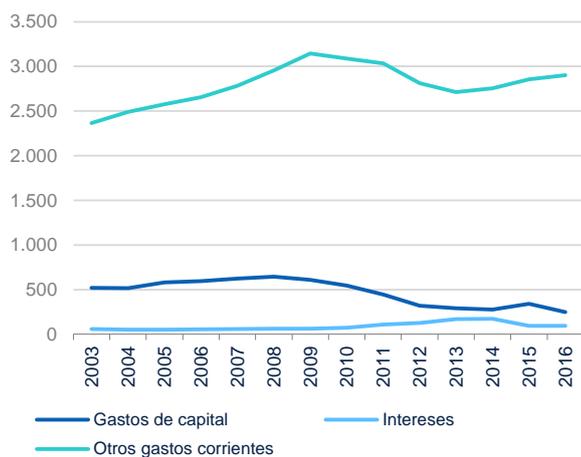
Como se aprecia en el Gráfico 3.2, las variaciones registradas durante el período analizado tanto en los ingresos como en los gastos autonómicos por habitante son muy importantes. Entre 2003 y 2009 los ingresos por habitante de las CC.AA. medidos a precios constantes aumentan en torno a 500 euros, se desploman

29: Para un análisis más cuidadoso de la evolución del déficit de las CC.AA. en años recientes, que se ha visto afectado por algunos factores atípicos, véase de la Fuente (2017).

seguidamente en más de 900 euros y vuelven finalmente en 2016 a su nivel de 2004. De la misma forma, **el gasto real por habitante aumentó en 900 euros entre 2003 y 2009 y se ha reducido desde entonces en 570 euros, lo que nos deja unos 300 euros por encima del registro inicial, o con un nivel de gasto real similar al observado entre 2005 y 2006.**

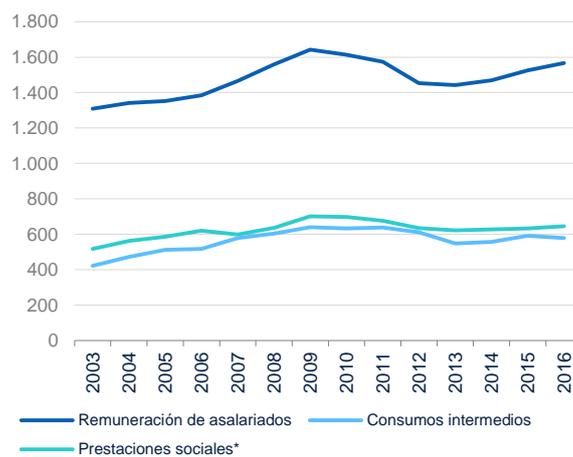
El gasto no financiero que se muestra en el Gráfico 3.2 se puede dividir en tres grandes partidas: i) los gastos de capital (inversiones reales y transferencias de capital), ii) el gasto en intereses y iii) el gasto corriente neto de intereses, donde se incluyen los gastos de personal, la compra de bienes y servicios y las transferencias corrientes. El Gráfico 3.3 resume la evolución de estas partidas tras normalizarlas de la misma forma que los ingresos y los gastos agregados.

**Gráfico 3.3** Componentes del gasto no financiero ajustado euros por habitante a precios constantes de 2010 conjunto de las comunidades autónomas



Fuente: A.de la Fuente

**Gráfico 3.4** Principales componentes del gasto corriente neto de intereses, euros por habitante a precios constantes de 2010 conjunto de las comunidades autónomas



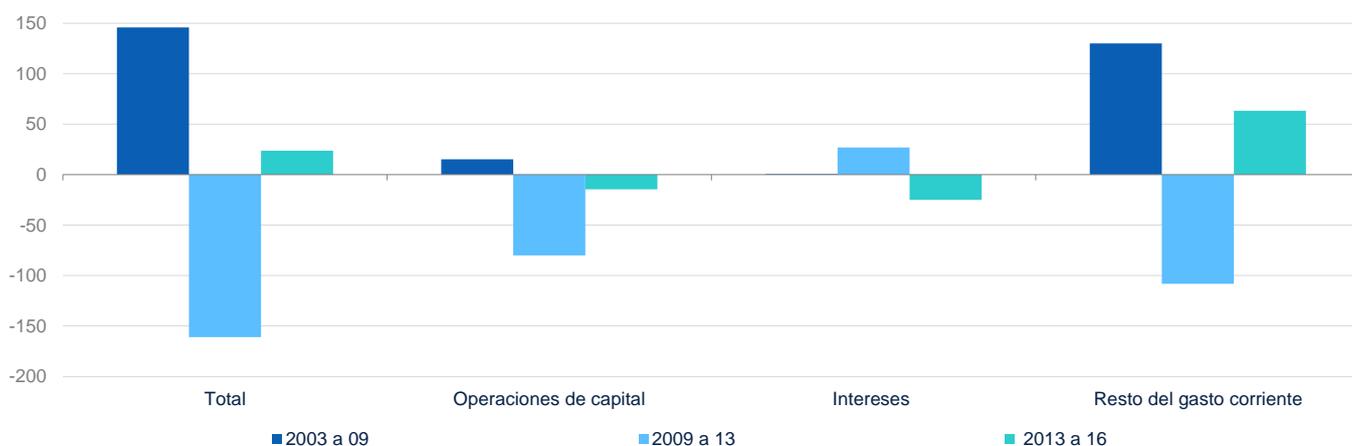
Fuente: A.de la Fuente

Como se aprecia en el gráfico, **los perfiles de los tres componentes del gasto son muy diferentes. Mientras que las partidas de inversión se reducen rápidamente durante la segunda mitad del período hasta situarse en torno a la mitad de su valor inicial, el gasto en intereses se triplica en pocos años** como resultado de la rápida acumulación de deuda y de la subida de la prima de riesgo. Esta partida, sin embargo, se reduce sustancialmente en los dos últimos ejercicios como resultado fundamentalmente de la mejora de las condiciones financieras que el Gobierno Central ofrece a las CC.AA. en el FLA y otros mecanismos de liquidez. **Por otra parte, el grueso del gasto corriente registra a partir de 2009 una caída mucho más modesta que el gasto total** y comienza a repuntar en 2013 para situarse en 2016 a niveles de 2008, acercándose ya al pico alcanzado en 2009.

El Gráfico 3.4 muestra la evolución de los tres componentes principales del gasto corriente neto de intereses: la remuneración de asalariados, la compra de consumos intermedios y las prestaciones sociales no producidas directamente por las administraciones públicas (esto es, excluyendo fundamentalmente la sanidad y educación

ofrecidas en centros públicos). Las tres variables muestran un perfil similar al del gasto corriente total neto de intereses, con un fuerte crecimiento hasta 2009, seguido de un significativo recorte y una suave recuperación en los últimos ejercicios, especialmente en el caso de los gastos de personal por habitante, que aumentan en casi un 9% en términos reales entre 2013 y 2016.

**Gráfico 3.5** Variación media anual del gasto no financiero ajustado por habitante (CN) a precios constantes de 2010 y sus componentes, euros por año, varios períodos



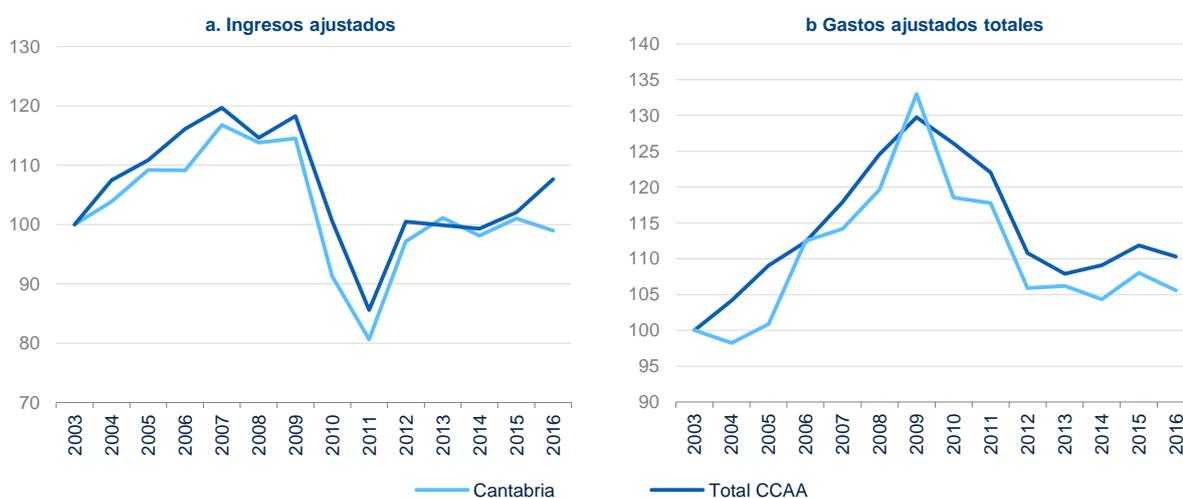
Fuente: A.de la Fuente

**A modo de resumen, el Gráfico 3.5 muestra la variación media anual del gasto real no financiero por habitante y la de sus distintos componentes**, medida en euros por año durante distintos subperíodos. Entre 2003 y 2009 el gasto total por habitante a precios constantes aumentó a un ritmo medio de 146 euros anuales, gracias fundamentalmente al incremento del gasto corriente neto de intereses. Entre 2009 y 2013 el gasto total se reduce aproximadamente al mismo ritmo al que antes había aumentado pero la caída de la inversión absorbe la mitad del descenso, suavizando así la caída del gasto corriente. Finalmente, a partir de 2013 se inicia una recuperación del gasto que se produce a un ritmo mucho mayor en el caso del gasto corriente que en el del gasto total, mientras que la inversión sigue cayendo aunque a un ritmo menor.

### 3. El caso del Cantabria

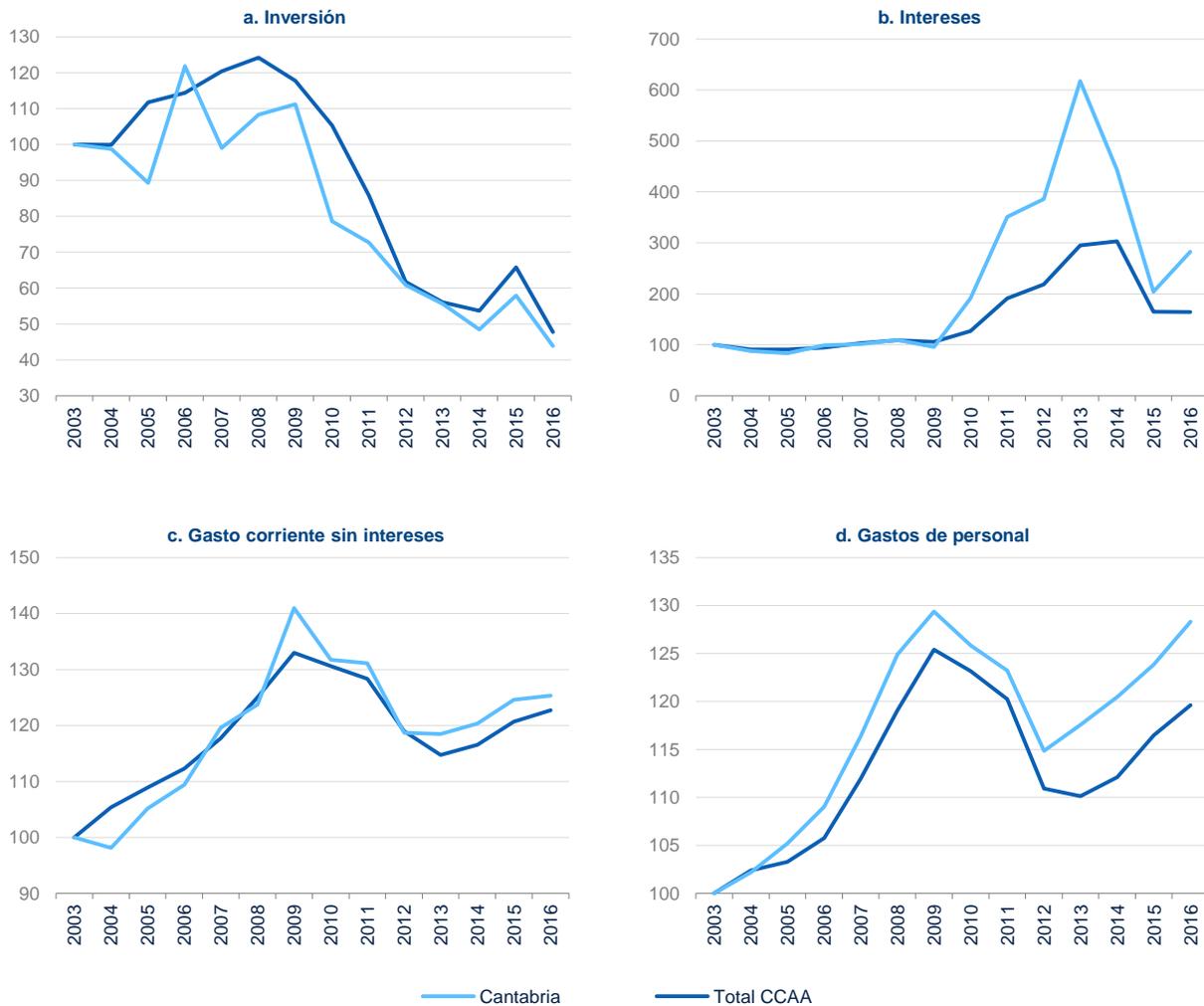
El Gráfico 3.6 resume la evolución de los ingresos y los gastos ajustados reales por habitante de Cantabria y los del conjunto de las CCAA, con ambas magnitudes expresadas como índices con base 100 en el año inicial del período analizado. Como se observa en el Gráfico, **Cantabria presenta un patrón de ingresos y de gastos muy similar al promedio**, aunque ligeramente por debajo de éste durante buena parte del período en ambos casos.

**Gráfico 3.6** Cantabria en comparación a la media de las CC.AA. euros por habitante a precios constantes de 2010. 2003 = 100 gastos e ingresos no financieros ajustados



Fuente: A.de la Fuente

**Gráfico 3.7** Cantabria en comparación a la media de las CC.AA. euros por habitante a precios constantes de 2010, 2003 = 100 componentes del gasto



Fuente: A. De la Fuente

Como se observa en el Gráfico 3.7, **Cantabria presenta algunas peculiaridades** en lo que concierne a la evolución de ciertos componentes del gasto no financiero. El más llamativo es el **fuerte incremento del gasto en intereses**, aunque hay que observar que el nivel inicial de esta partida era muy bajo pues el peso de los intereses en el gasto neto de Cantabria en 2003 estaba en el 40% del promedio nacional. Quizás **más significativa en términos cuantitativos es la desviación al alza del gasto en personal**, especialmente durante la parte final del período analizado.

## Referencias

de la Fuente, A. (2017). "Las finanzas autonómicas en 2016 y entre 2003 y 2016." BBVA Research, Documento de Trabajo no. 17/14.

[https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2017/05/Finanzas\\_aut\\_WP.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2017/05/Finanzas_aut_WP.pdf)

Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2017). Operaciones no financieras del subsector administración regional y detalle por comunidades.

<http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/esES/ContabilidadNacional/infadmPublicas/infadmcomunidadesautonomas/Paginas/ianofinancierasCA.aspx>

## 4. Cuadros

**Cuadro 4.1** Principales indicadores de coyuntura de la economía de Cantabria (%)

	2016		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>	3,0%	3,7%	0,4%	1,1%	-0,2%	0,2%	ago-17
<b>Matriculaciones</b>	5,8%	12,4%	3,8%	8,2%	2,3%	3,7%	ago-17
<b>IASS</b>	6,4%	4,2%	6,0%	6,6%	-0,1%	0,1%	jul-17
<b>Viajeros Residentes (1)</b>	7,3%	4,2%	5,6%	0,9%	-4,0%	-1,1%	ago-17
<b>Pernoctaciones Residentes (1)</b>	7,3%	3,6%	5,9%	0,3%	-5,3%	-0,8%	ago-17
<b>IPI</b>	-1,1%	1,6%	6,8%	2,0%	1,0%	0,1%	jul-17
<b>Visados de Viviendas</b>	-12,2%	30,2%	-32,5%	22,4%	-18,8%	-6,5%	jul-17
<b>Transacciones de viviendas</b>	14,0%	14,0%	13,2%	13,2%	2,2%	2,2%	jun-17
<b>Exportaciones Reales (2)</b>	1,0%	3,7%	-2,5%	8,6%	-16,2%	0,8%	jul-17
<b>Importaciones Reales (2)</b>	-7,9%	2,6%	1,0%	5,8%	4,4%	1,3%	jul-17
<b>Viajeros Extranjeros (3)</b>	15,0%	10,1%	4,1%	6,3%	-5,4%	-1,3%	ago-17
<b>Pernoctaciones Extranjeros (3)</b>	19,3%	9,6%	1,9%	4,6%	-1,2%	-1,0%	ago-17
<b>Afiliación a la SS</b>	1,3%	3,0%	2,6%	3,6%	0,3%	0,1%	ago-17
<b>Paro Registrado</b>	-4,8%	-8,6%	-9,6%	-9,9%	-2,1%	-0,1%	ago-17

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

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

	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
Consumo privado	0,8	1,8	2,0	1,5	1,5
Consumo público	0,7	1,3	1,8	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	1,6	3,0	3,4	4,3	3,1
Inventarios (*)	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	4,4	6,0	2,9	5,1	3,2
Importaciones (bienes y servicios)	4,9	6,1	4,2	5,8	3,4
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Precios</b>					
IPC	0,4	0,0	0,2	1,6	1,4
IPC subyacente	0,9	0,8	0,8	1,1	1,4
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	0,5	1,0	1,4	1,4	1,2
Tasa desempleo (% población activa)	11,6	10,9	10,0	9,3	8,8
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,2	-1,1
Deuda (% PIB)	92,0	90,3	89,2	87,6	85,5
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,5	3,2	3,3	3,0	2,9

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

**Cuadro 4.3** Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

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

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
<b>EEUU</b>	2,53	2,13	1,84	2,36	2,62
<b>Alemania</b>	1,22	0,52	0,13	0,44	1,14

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

**Cuadro 4.5** Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
<b>USD-EUR</b>	0,75	0,90	0,90	0,91	0,86
<b>EUR-USD</b>	1,33	1,11	1,11	1,10	1,17
<b>GBP-USD</b>	1,65	1,53	1,35	1,26	1,28
<b>USD-JPY</b>	105,82	121,07	108,82	113,70	118,50
<b>USD-CNY</b>	6,14	6,23	6,64	6,88	7,10

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

**Cuadro 4.6** Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

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

(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research y FMI

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

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
<b>Actividad</b>					
PIB real	1,4	3,4	3,3	3,3	2,8
Consumo privado	1,5	3,0	2,9	2,7	2,4
Consumo público	-0,3	2,1	0,8	0,8	1,9
Formación Bruta de Capital	4,7	6,5	3,3	4,4	4,8
Equipo y Maquinaria	5,9	11,5	5,0	5,1	4,6
Construcción	4,2	3,8	2,4	3,7	4,7
Vivienda	6,2	3,1	3,7	6,5	6,4
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,9	3,9	2,6	2,6	2,7
Exportaciones	4,3	4,2	4,8	7,0	4,9
Importaciones	6,6	5,9	2,7	5,3	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,4	0,7	0,7	0,1
PIB nominal	1,2	4,1	3,6	4,5	5,3
(Miles de millones de euros)	1037,8	1080,0	1118,5	1163,7	1225,9
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	1,2	3,0	2,7	2,9	2,7
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,1	15,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	1,0	2,9	3,1	2,7	2,3
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	1,9	1,7
IPC (fin de periodo)	-1,0	0,0	1,6	1,2	1,9
Deflactor del PIB	-0,3	0,5	0,3	1,2	2,5
Remuneración por asalariado	0,0	0,4	0,0	0,6	1,7
Coste laboral unitario	-0,3	0,2	-0,4	0,0	1,2
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,4	1,9	2,0	1,9
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	100,4	99,8	99,4	98,3	95,4
Saldo AA.P.P. (% PIB)	-5,9	-5,1	-4,3	-3,1	-2,2
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	0,9	1,9	2,5	3,4	4,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,1	8,4	8,0	7,0	7,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

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

Fuente: BBVA Research

## 5. Glosario

### Siglas

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

### Abreviaturas

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

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

### Economista Jefe de España y Portugal

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

**Ignacio Archondo**  
ignacio.archondo@bbva.com  
+34 673 70 60 36

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

**Giancarlo Carta**  
giancarlo.cart@bbva.com  
+34 673 69 41 73

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

**María Gómez de Olea**  
maria.gomezdeolea@bbva.com  
+34 91 537 79 11

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

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

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

**Camilo Rodado**  
camilo.rodado@bbva.com  
+34 91 537 54 77

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

**Angie Suárez**  
angie.suarez@bbva.com  
+34 91 374 86 03

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

## BBVA Research

### Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

#### Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

#### Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

#### Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

#### Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

#### Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

#### Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

#### Coordinación entre Países

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

#### Regulación Digital

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

#### Regulación

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

#### Sistemas Financieros

Ana Rubio  
arubio@bbva.com

#### Inclusión Financiera

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

#### España y Portugal

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

#### Estados Unidos

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

#### México

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

#### Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### Turquía

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### Asia

Le Xia  
le.xia@bbva.com

#### América del Sur

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

#### Argentina

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

#### Chile

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

#### Colombia

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

#### Perú

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

#### Venezuela

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

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