

# Situación Cantabria

2013  
Análisis Económico

- **La economía cántabra ha tocado fondo** y retorna al crecimiento.
- **El menor dinamismo del sector exterior y la corrección de desequilibrios** condiciona la recuperación.
- **Las reformas serán clave** para la recuperación de un crecimiento sostenible.

## Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno exterior .....	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía cántabra.....	10
Recuadro 1. Encuestas de Actividad Económica BBVA en Cantabria en el 3º trimestre de 2013. Mejora lenta.....	27
4. Las finanzas autonómicas en boom y en crisis (2003-12) Ángel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico - CSIC).....	29
5. Cuadros.....	36

Fecha de cierre: 29 de noviembre de 2013

## 1. Editorial

Desde la publicación del último número de esta revista, la economía cántabra experimentó primero una profundización de la recesión a finales de 2012 y principios de 2013, para posteriormente mostrar síntomas de mejoría. En todo caso, las señales de recuperación que reflejan algunos de los indicadores son todavía débiles, parciales y sujetas a riesgos. Así, **las previsiones reflejan una contracción del PIB en 2013, del 1,7%, y un crecimiento del 0,4% en 2014.**

**Un mayor ajuste fiscal y la caída de las exportaciones explican una recesión más intensa en Cantabria que en el resto de España en 2013.** Por un lado, en la última parte de 2012 Cantabria aceleró el proceso de reducción de los desequilibrios en las cuentas públicas autonómicas para cumplir con el objetivo de déficit. De hecho, la disminución del déficit entre 2011 y 2012 ha sido una de las más elevadas en España, lo que afectó negativamente a la demanda interna. Por el otro, la recesión europea de finales de 2012 ha tenido un impacto mayor y más prolongado en el tiempo sobre las exportaciones cántabras, mostrando caídas incluso hasta el segundo trimestre de 2013, frente a la mejoría experimentada en el conjunto de España desde inicios de año.

**En todo caso, la economía cántabra parece haber tocado fondo y podría iniciar durante los próximos trimestres un proceso de moderada recuperación.** Así, de la encuesta que BBVA realiza trimestralmente a los gestores de su red de oficinas sobre la evolución de la economía en la región se desprende una mejor posición que a principios de año lo que sería consistente con las señales que ofrecen, por su parte, los indicadores MICA-BBVA e IA-BBVA de Cantabria elaborados por BBVA Research.

Varios factores justifican que la economía regional evolucione más positivamente hacia 2014, aunque incluso en este escenario más benigno presentará, nuevamente, un diferencial negativo frente a España. En primer lugar, **el crecimiento mundial se acelerará y se acercará al 4% en 2014.** El apoyo de los bancos centrales en las economías desarrolladas, un esfuerzo de consolidación fiscal menos intenso en la zona euro y la interrupción de la desaceleración en las economías emergentes apoyan este escenario central. En España, se observa un menor deterioro en la demanda interna, que junto con el sustento de las exportaciones, estarían permitiendo ligar dos trimestres consecutivos de expansión. Este crecimiento sólido a nivel mundial, junto con una mayor contribución de las economías desarrolladas al mismo, será **clave para favorecer la recuperación del dinamismo de las exportaciones de bienes cántabras durante los próximos meses.**

En segundo lugar, **los avances en el ajuste fiscal del año anterior permiten que tanto en 2013 como en 2014 el esfuerzo fiscal pueda ser relativamente menor que en otras comunidades** en las que tanto el déficit como la deuda deben continuar su proceso de reducción en próximos años. Por lo tanto, el sector público podría reducir considerablemente su contribución negativa al crecimiento de la economía de Cantabria, facilitando la vuelta a los registros positivos. En esta línea, la revista incluye un análisis sobre la evolución de las finanzas autonómicas cántabras a lo largo de la crisis. De éste se desprende que, en términos de ajuste del gasto, la comunidad cántabra habría avanzado más que la media, situándose ya por debajo del nivel de gasto por habitante neto de intereses del año 2003 (medido en términos reales).

En tercer lugar **la economía cántabra partía de unos menores desequilibrios al principio de la crisis,** con un nivel de apalancamiento privado y público por debajo de la media o una mejor posición del mercado laboral, por la menor tasa de paro. A lo largo de la crisis se ha avanzado en la corrección de algunos de los desequilibrios, en particular en el endeudamiento privado. **Sin embargo, durante la crisis Cantabria ha perdido algunas de las ventajas relativas que poseía** como consecuencia de un ajuste más lento en la accesibilidad a la vivienda y el menor crecimiento de las exportaciones. Como consecuencia, si bien Cantabria presenta desequilibrios algo menores que el resto de comunidades autónomas su posición es ahora menos ventajosa que al inicio de la crisis.

**A medio y largo plazo, por tanto, la economía regional continúa enfrentando retos importantes para cuya solución es fundamental continuar con el esfuerzo reformador.** De esto depende de manera crucial el crecimiento potencial futuro de la economía, con implicaciones sobre el tiempo que tardarán en recuperarse los niveles de empleo previos a la crisis. Respecto a las reformas necesarias para elevar ese crecimiento de tendencia destaca, en primer lugar, la laboral. La tasa de paro es inaceptablemente elevada y los esfuerzos que se realicen por incentivar la contratación permanente, aumentar la flexibilidad de las empresas, o incrementar la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo serán bienvenidas.

Adicionalmente, otros factores han mostrado tener un impacto especialmente importante en la tasa de crecimiento potencial. En anteriores ediciones de esta publicación se identificaban algunos de ellos: la educación, el gasto en I+D+i o el desarrollo de empresas con requerimientos de capital humano medio-alto y alto (como las tecnológicas). Si bien es cierto que en la mayor parte de estos indicadores Cantabria se encuentra en torno a la media española, el objetivo debería ser alcanzar los niveles que se observan en las regiones más desarrolladas de Europa, por lo que deben redoblar los esfuerzos para mejorar estos indicadores.

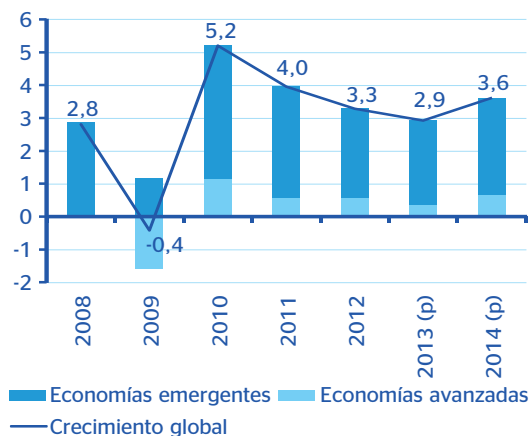
## 2. Entorno exterior

El crecimiento esperado para la economía mundial se revisa dos décimas a la baja en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%, respectivamente (véase el Gráfico 1). La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en Estados Unidos, así como de la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente (véase el Gráfico 2), afectados por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la inminente disminución del ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal. **Con todo, se sigue esperando una aceleración del PIB en 2014**, respaldada por la recuperación en casi todas las áreas geográficas<sup>1</sup>. Cabe destacar, especialmente, la mejora prevista en la zona euro<sup>2</sup>, tras dos años de recesión, y la notable aceleración en América Latina tras el bache de 2013.

Uno de los elementos más positivos de la situación actual es el cambio de percepción de los mercados sobre el área monetaria europea, acompañando su vuelta al crecimiento y la continuidad en el camino hacia la unión bancaria. El final de la recesión está siendo posible por la relajación efectiva en el corto plazo de la política fiscal y del mantenimiento de la confianza en el papel del Banco Central Europeo (BCE) como garante de la estabilidad de la moneda. **Las autoridades han de apoyar la buena percepción de los mercados y la reducción de la fragmentación financiera**, con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, particularmente en su faceta bancaria, para la que 2014 será un año clave. Todo ello ha de venir acompañado de medidas que refuercen la sostenibilidad de la deuda pública.

Gráfico 1

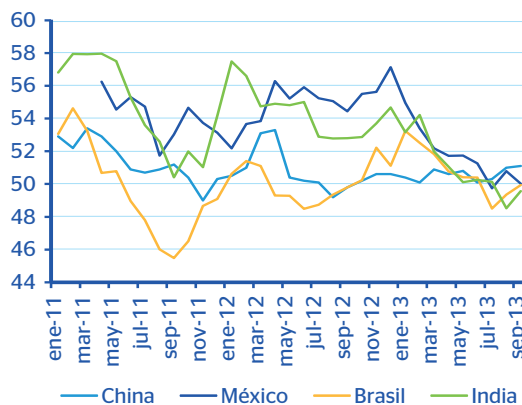
**Crecimiento mundial (% a/a)**



(p) previsión.  
Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2

**Economías emergentes: PMI manufacturero**



Fuente: BBVA Research y Haver

En España, se confirma que la economía ha comenzado a crecer, pero a tasas todavía insuficientes para crear empleo. En línea con lo esperado, el PIB se incrementó el 0,1% en el tercer trimestre del año y, según los indicadores disponibles a la fecha de cierre de esta publicación, estaría creciendo alrededor de un 0,3% durante el cuarto trimestre (véase el Gráfico 3). Respecto a la composición del crecimiento, el detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T13 reveló algunos elementos novedosos. Por primera vez en tres años, la demanda doméstica contribuyó positivamente al crecimiento trimestral del PIB (+0,3pp t/t) debido, principalmente, al comportamiento favorable de la demanda privada. Dicha evolución dio lugar a un nuevo repunte de las importaciones que, al compensar el avance de las exportaciones, se tradujo en una contribución negativa de la de demanda externa neta al crecimiento (-0,1pp t/t).

1: Para más información, véase la revista Situación Global correspondiente al cuarto trimestre del 2013, disponible en [http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/global/novedades/detalle/346\\_246241.jsp?id=tcm:346-183383-64](http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/global/novedades/detalle/346_246241.jsp?id=tcm:346-183383-64)

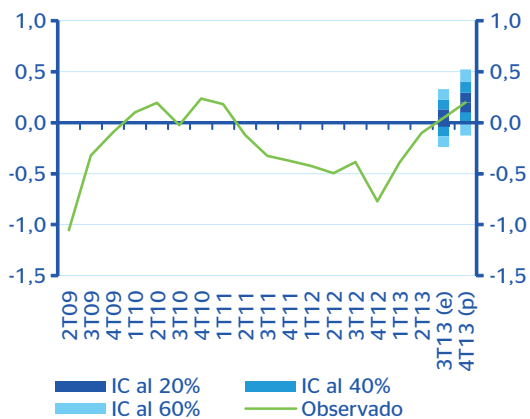
2: Para más información, véase la revista Situación Europa correspondiente al cuarto trimestre del 2013, disponible en [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1308\\_Situacioneuropa\\_tcm346-398664.pdf?ts=6112013](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/1308_Situacioneuropa_tcm346-398664.pdf?ts=6112013)

Detrás de esta evolución de la actividad está la consolidación de tendencias que se venían observando durante la primera mitad de 2013. En primer lugar, continúa el proceso de **disminución de la incertidumbre**, reflejado en una reducción superior a la esperada en las tensiones financieras en Europa (véase el Gráfico 4). En segundo lugar, el volumen de exportaciones se está manteniendo en cotas elevadas (a pesar de la desaceleración observada en el tercer trimestre como consecuencia del repunte en el segundo trimestre del año). En tercer lugar, el dinamismo del sector exterior se ha trasladado a parte de la demanda doméstica privada, particularmente a la inversión en maquinaria y equipo, que de nuevo habría mostrado un crecimiento sólido en el tercer trimestre del año. Finalmente, aunque el proceso de consolidación fiscal continúa, lo hace a un ritmo inferior al del año anterior, tras la suavización de la senda de ajuste presupuestario aprobada por la Comisión Europea (véase el Gráfico 5).

Hacia delante se mantiene el escenario y se espera que el PIB termine 2013 con una caída promedio del **-1,3%**, y que en 2014 crezca el **0,9%**. Aunque la estimación para el PIB de 2013 mejora marginalmente respecto a lo previsto en agosto (-1,4%), esto se debe al impacto que han tenido las revisiones de las series históricas realizadas por el INE<sup>3</sup>. Así, **se mantiene la expectativa de una recuperación moderada, donde la economía española irá de menos a más** (véase el Cuadro 1)<sup>4</sup>.

Gráfico 3

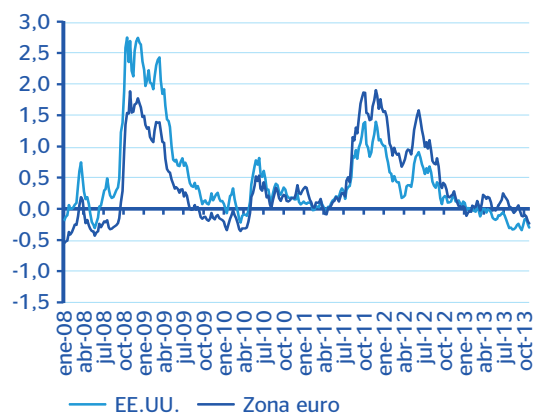
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)**



(e): estimación; (p): previsión.  
Previsión actual: 29 de noviembre de 2013.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

**BBVA Research Índice de Tensiones Financieras**



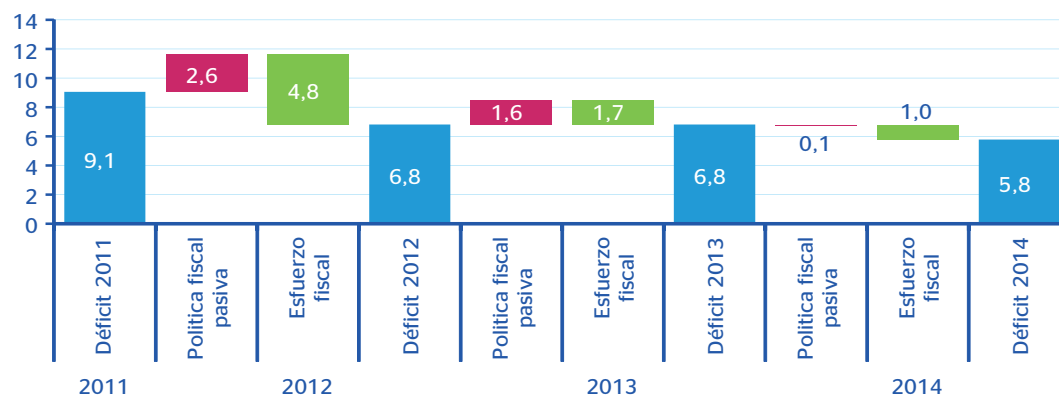
Fuente: BBVA Research

3: Cumpliendo con el calendario de revisiones de la Contabilidad Nacional de España (CNE), el detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral del segundo trimestre de 2013 publicado por el INE incorporó la revisión de las series históricas para el periodo 2009-2012. Para más detalles sobre dichas revisiones véase nuestro Observatorio Económico de septiembre de 2013, disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130919\\_Observatorio\\_Economico\\_Espana\\_tcm346-402090.pdf?ts=28102013](http://www.bbva-research.com/KETD/fbin/mult/130919_Observatorio_Economico_Espana_tcm346-402090.pdf?ts=28102013)

4: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de crecimiento de los distintas macro magnitudes de la economía española, véase la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2013, disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/346\\_235059.jsp?id=tcm:346-183215-64](http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/346_235059.jsp?id=tcm:346-183215-64)

Gráfico 5

**España: ajuste fiscal esperado en las AA. PP.: (% PIB)**



\* Excluidas las ayudas al sector financiero.  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En lo que respecta a la dinámica de la recuperación, se constata que **la economía española está replicando la mayoría de los patrones que se observaron en recuperaciones previas<sup>5</sup>**. En primer lugar, **las exportaciones españolas han mostrado una fortaleza significativa**, basada en el proceso de devaluación interna, en la diversificación de destinos y en factores de competitividad no ligados a precios. A este proceso, se une ahora la recuperación del principal socio comercial de España: la UEM. Todo lo anterior debería asegurar que tanto 2013 como 2014 se cierren con crecimientos sólidos de las exportaciones. **Más aún, se observa también un proceso de sustitución de importaciones** que, de continuar, aseguraría la contribución positiva de la demanda externa al crecimiento durante los próximos años, además de la necesaria reducción del endeudamiento neto con el resto del mundo<sup>6</sup>.

**En segundo lugar, las condiciones financieras en los mercados de capital han mejorado más de lo que se esperaba hace seis meses.** Aunque la fragmentación financiera en Europa continúa limitando la transmisión de este tipo de impulsos monetarios, en la medida en que esta mejora se perciba como permanente, debería acelerar las decisiones de gasto de familias y empresas. **En tercer lugar, el incremento de la productividad y la moderación salarial han mejorado la rentabilidad y el ahorro de las empresas, aumentando el excedente bruto de explotación.** De hecho, buena parte del aumento de la inversión en maquinaria y equipo sería el resultado tanto del incremento de las exportaciones, como de la menor incertidumbre y de esta mejora en la posición financiera de las empresas. Todos estos factores preceden, con regularidad, a la recuperación de la actividad y del empleo en España.

**Finalmente, el esfuerzo de consolidación fiscal continuará su desaceleración.** En particular, se estima que después de ser necesarias medidas en torno al 6,5% del PIB entre 2011 y 2013 para reducir el déficit hasta el 6,8%, las AA.PP. solo tendrán que implementar medidas por 1,0% del PIB en 2014 para alcanzar el objetivo de final de año<sup>7</sup>. Más aún, el nuevo Plan de Pago a Proveedores servirá como una inyección de liquidez que limitará el impacto negativo de la inevitable aceleración de la consolidación fiscal en el segundo semestre de 2013. **Por lo tanto, la contribución negativa de la demanda interna al crecimiento disminuirá considerablemente durante 2014.**

**Con todo, la recuperación corre el riesgo de ser lenta. En primer lugar, porque el impulso que ha traído en otras ocasiones el crecimiento de la actividad en el sector inmobiliario estará ausente.** Tanto por su efecto en las expectativas de crecimiento de la riqueza de las familias como por el impacto directo sobre el empleo, la construcción residencial deja un hueco que otros sectores deberán llenar, preferentemente el exportador.

5: En el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2013 se resumen los resultados obtenidos tras analizar los hechos estilizados del ciclo económico español desde 1980 hasta la actualidad.

6: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2013 se exploran los factores que subyacen a la elevada contracción de las importaciones en España durante la crisis y, en concreto, se investiga que parte de esa contracción se debe a un efecto sustitución de las importaciones por producción doméstica.

7: Véase la sección 4 de la revista Situación España del cuarto trimestre de 2013

En segundo lugar, la recuperación se tiene que dar en un contexto de reducción del nivel (*stock*) de endeudamiento de familias y empresas, sin que ello impida la recuperación sostenida del flujo de nuevas operaciones de crédito. **Los obstáculos a esta recuperación se encuentran en la fragmentación que se observa en el sistema financiero europeo** (que limita la caída del coste de financiación) **y en la reestructuración de una parte del español** (que puede estar reduciendo la capacidad de algunas entidades para proporcionar crédito y genera distorsiones por asimetrías en la información cuando los clientes cambian de proveedor financiero). **Respecto al primer punto, es indispensable que se continúe avanzando de forma estricta en la agenda hacia la unión bancaria.** Respecto al segundo, el proceso ha sido evaluado positivamente por las instituciones internacionales a cargo, por lo que debería llevar a una mayor certidumbre sobre la solvencia del sistema en su conjunto y a una posición favorable respecto al resto de Europa. **De cara a evaluar el éxito o fracaso de estas políticas en la reactivación de la financiación a familias y empresas, será imprescindible tener en cuenta el proceso de desapalancamiento que están atravesando.** Por lo tanto, es un error tomar solo el stock de crédito como indicador de la disponibilidad de financiación, ya que este se encuentra distorsionado por las amortizaciones que se realizan. Como muestra la evidencia empírica, son estos flujos los que preceden la reactivación de la actividad, ya que la recuperación del stock viene con retraso. De hecho, se espera que dichos flujos estén cerca de un cambio de tendencia y que incluso, ya en el primer semestre del año siguiente, pueda haber un aumento de los mismos.

En tercer lugar, el crecimiento que se espera no debe reducir el impulso reformador. El Gobierno ha dado pasos importantes hacia la sostenibilidad de medio plazo de las finanzas públicas con el envío a las Cortes del Anteproyecto de Ley que reformará el cálculo del aumento de las pensiones. Asimismo, se ha aprobado la Ley de Emprendedores, que incluye medidas que deberían reducir el coste de inicio y operación de las empresas, mejorar su liquidez, promover la iniciativa emprendedora y mejorar la financiación. Sin embargo, el principal problema que continúa enfrentando la economía española es el de la dualidad en el mercado laboral. En las actuales circunstancias, y como se comprueba con los datos de empleo del segundo y tercer trimestres del año, es probable que la recuperación traiga un nuevo aumento de la temporalidad. **Reducir la segmentación, mejorar el sistema impositivo, disminuir el coste de la energía y promover una mayor competencia en sectores que limitan la competitividad del sector productivo español son prioridades que deberían atajarse con la mayor ambición posible.** Cuanto más intensas sean estas reformas más rápida será la recuperación, mayor el crecimiento potencial y menor la tasa de desempleo.



El Servicio de Estudios  
 del Grupo BBVA

Cuadro 1

**España: previsiones macroeconómicas**

(% a/a salvo indicación contraria)	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13	2012	2013 (p)	2014 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-2,6	-3,4	-3,3	-3,9	-3,7	-3,2	-1,5	-3,3	-2,3	-0,3
G.C.F. Privado	-1,8	-3,1	-2,8	-3,5	-4,3	-3,3	-2,2	-2,8	-2,6	0,1
G.C.F. Hogares	-1,8	-3,1	-2,8	-3,6	-4,4	-3,3	-2,2	-2,8	-2,6	0,1
G.C.F. AA. PP.	-4,9	-4,4	-4,9	-5,0	-2,0	-2,8	0,3	-4,8	-1,7	-1,6
Formación Bruta de Capital	-6,2	-6,8	-7,2	-7,3	-7,2	-6,2	-6,3	-6,9	-6,3	0,6
Formación Bruta de Capital Fijo	-6,0	-6,9	-7,5	-7,7	-7,5	-6,3	-6,3	-7,0	-6,4	0,7
Activos Fijos Materiales	-6,8	-7,6	-8,6	-8,3	-8,2	-6,6	-6,6	-7,8	-6,9	0,4
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-2,9	-4,3	-3,8	-4,8	-4,3	1,0	0,2	-3,9	1,0	6,5
Equipo y Maquinaria	-2,9	-4,3	-3,7	-4,7	-4,4	1,1	0,2	-3,9	1,1	6,5
Construcción	-8,6	-9,3	-10,9	-10,0	-10,2	-10,7	-10,3	-9,7	-11,0	-3,2
Vivienda	-7,8	-8,1	-9,2	-9,7	-9,0	-8,6	-8,3	-8,7	-9,0	-0,7
Otros edificios y Otras Construcciones	-9,4	-10,3	-12,4	-10,4	-11,1	-12,4	-12,0	-10,6	-12,6	-5,3
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-3,4	-4,2	-4,2	-4,7	-4,4	-3,7	-2,5	-4,1	-3,1	-0,1
Exportaciones	0,1	0,5	3,3	4,4	3,1	9,1	4,7	2,1	4,6	6,3
Importaciones	-6,9	-7,7	-4,6	-3,5	-4,7	2,5	0,7	-5,7	-1,0	3,4
Saldo exterior (*)	2,2	2,6	2,5	2,6	2,4	2,1	1,4	2,5	1,8	1,1
PIB real pm	-1,2	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,6	-1,1	-1,6	-1,3	0,9
PIB nominal pm	-1,3	-1,7	-1,5	-2,1	-0,8	-0,9	-0,7	-1,7	-0,4	1,8
<b>Pro-memoria</b>										
PIB sin inversión en vivienda	-0,8	-1,2	-1,2	-1,6	-1,6	-1,3	-0,7	-1,2	-0,9	1,0
PIB sin construcción	-0,1	-0,5	-0,3	-0,9	-0,9	-0,5	0,0	-0,4	0,0	1,4
Empleo total (EPA)	-4,0	-4,8	-4,6	-4,8	-4,6	-3,6	-2,9	-4,5	-3,1	0,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,6	25,0	26,0	27,2	26,3	26,0	25,0	26,3	25,6
Empleo total (e.t.c.)	-4,3	-5,1	-4,7	-5,0	-4,6	-3,9	-3,2	-4,8	-3,3	-0,1
IPC (media periodo)	2,0	2,0	2,8	3,1	2,6	1,7	1,2	2,4	1,5	1,1

(\*) Contribuciones al crecimiento; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía cántabra

**En línea con lo que se esperaba, en 2012 la economía cántabra sufrió una recesión** como consecuencia de la contracción de la demanda interna y de una ralentización de las exportaciones, tanto al extranjero como al resto de España. Sin embargo, se espera que en 2013 **la actividad toque fondo y que en 2014 se retome la senda de crecimiento.**

A nivel internacional, Cantabria se ha visto impactada por la consolidación de unas menores tensiones financieras, pese a la aparición de nuevos elementos de riesgo. Entre estos han destacado la incertidumbre de la política monetaria y fiscal en Estados Unidos, la inestabilidad política de algunos países europeos, la desaceleración de ciertas economías emergentes o las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. En cualquier caso, la transmisión de la política monetaria hacia empresas y familias continúa obstaculizada por el proceso de fragmentación del sector financiero europeo, que dificulta la dinamización del crédito en países como España y supone un riesgo para la recuperación.

**A nivel doméstico, varios factores justifican una peor evolución de la economía regional en 2013. En primer lugar, se ha observado una importante caída de las ventas de bienes al extranjero. Esta falta de dinamismo se debe a la escasa diversificación geográfica,** con especial incidencia del resto de España (el 60% de las ventas exteriores cántabras se dirige a otras CC. AA.) y de los países de la UE-27, cuya demanda ha carecido del dinamismo de las economías emergentes, así como a la **importante concentración sectorial del sector exportador de la región,** con un 70% de sus exportaciones en bienes de equipo, semimanufacturas y materias primas.

**En segundo lugar, continúa el proceso de ajuste fiscal.** Cantabria realizó esfuerzos relevantes en la inevitable reducción del déficit público en 2012, que junto con los realizados a nivel nacional, tuvieron un impacto negativo sobre la evolución de la demanda interna. **Y en tercer lugar, se mantiene el proceso de absorción de desequilibrios del anterior periodo de crecimiento,** con incidencia en una actividad constructora muy debilitada y que carece del impulso de la demanda extranjera o del turismo, con el que sí cuentan otras Comunidades.

**En todo caso, los últimos indicadores de actividad apuntan a una economía que va de menos a más, que tocaría fondo en 2013 y que comenzaría una moderada recuperación en 2014.** En particular, varios factores apoyan perspectivas de crecimiento durante el siguiente año. Específicamente, la recuperación que se espera en Europa, la continuación en la reducción de las tensiones financieras, un esfuerzo fiscal considerablemente inferior al realizado en años anteriores y el impacto positivo de algunas de las reformas implementadas deberían asegurar la salida de la recesión y el inicio de un nuevo ciclo de expansión.

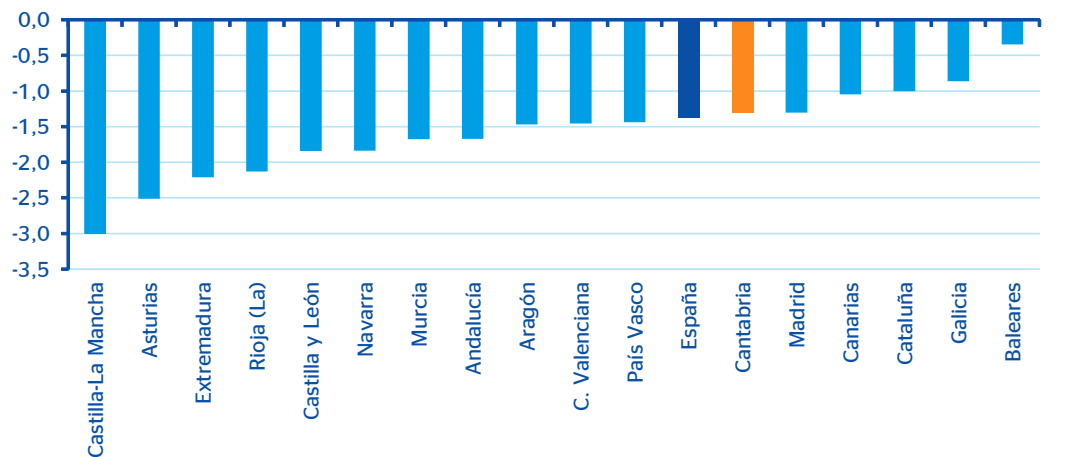
**A medio plazo, Cantabria enfrenta retos importantes para incrementar su crecimiento.** En particular, es imprescindible que la región impulse las reformas necesarias a nivel autonómico y nacional que le permitan mejorar su competitividad, aumentar la diversificación de las exportaciones, incrementar su capital humano y reducir la tasa de paro.

#### Cantabria volvió a la recesión en 2012

Tras la ligera recuperación de la economía regional en 2011 (+0,6%), se esperaba que varios factores empujaran a Cantabria hacia la recesión en 2012. Entre estos se pueden mencionar el impacto de la incertidumbre en los mercados financieros, la recesión en sus principales socios comerciales y la inevitable aceleración de algunos ajustes a nivel doméstico, como el fiscal. Finalmente, la caída del PIB regional se situó una décima por encima de la media española (-1,3% vs. -1,4%) de acuerdo con los resultados iniciales presentados por la Contabilidad Regional de España (véase el Gráfico 6), y en línea con las previsiones de BBVA Research. Que se alcanzara el

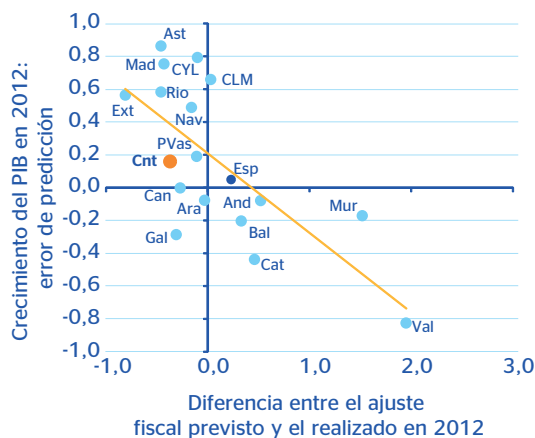
objetivo fiscal, si bien con un esfuerzo mayor en la parte final del año, explica que se cumplieran las previsiones (véanse los Gráficos 7 y 8), aunque la desaceleración de las exportaciones fue algo mayor de la esperada.

Gráfico 6  
Crecimiento del PIB en 2012 (%)



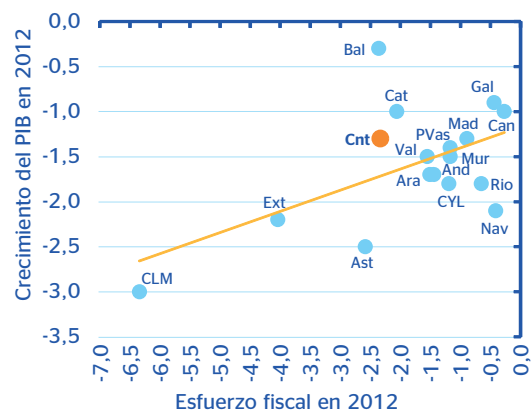
Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 7  
Ajuste fiscal y crecimiento económico



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 8  
Esfuerzo fiscal y crecimiento del PIB

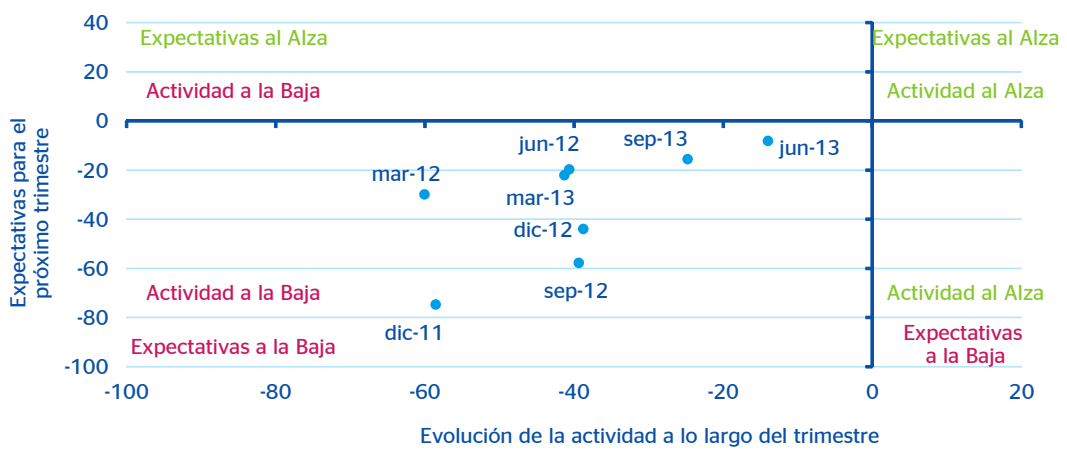


Fuente: BBVA

En la primera parte de 2013, la economía cántabra empezó a mostrar un cambio de tendencia, mostrando menores caídas en la demanda interna y un sector exterior que ha comenzado su recuperación durante el segundo trimestre, manteniéndola durante el tercero. Este comportamiento de una economía cántabra que va de menos a más se refleja en los distintos instrumentos de seguimiento que utiliza BBVA Research. Así, los resultados de la encuesta que BBVA realiza trimestralmente a los gestores de su red de oficinas sobre la evolución de la economía en la región presentan algunas mejoras en los dos últimos trimestres (véase el Gráfico 9), aunque todavía se mantiene la percepción de recesión.

Gráfico 9

Encuesta de actividad económica BBVA en Cantabria. (SalDOS de respuestas extremas, %)

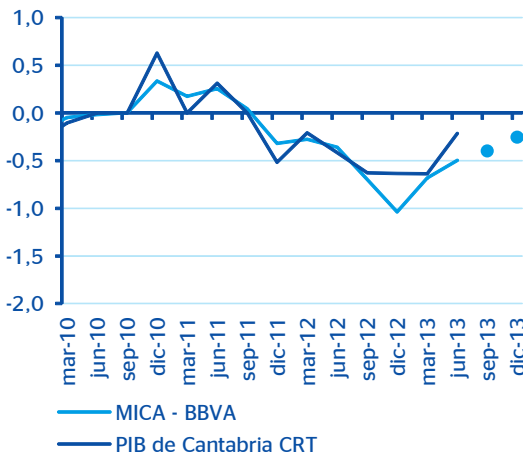


Fuente: BBVA

De cara a los próximos trimestres, la información disponible advierte el inicio de la fase expansiva del ciclo que, en todo caso, vendrá caracterizada por un ritmo de recuperación gradual y será insuficiente para evitar una nueva caída del PIB en el agregado de 2013. La elevada incertidumbre sobre el punto de inflexión de la economía se observa en los resultados de los distintos modelos utilizados por BBVA Research para evaluar la situación de la economía cántabra. Así, mientras que MICA-BBVA<sup>8</sup> muestra una mejoría continuada, pero todavía en valores negativos incluso para las previsiones del cuarto trimestre (véase el Gráfico 10), el indicador sintético IA-BBVA señala que, pese a que los datos son algo mejores de lo que se hubiera esperado en mayo, las perspectivas para el cuarto trimestre siguen sin suponer una mejora frente al tercero (véase el Gráfico 11). Por tanto, si bien todo parece indicar que se ha tocado el fondo, esta recuperación se caracterizará por un crecimiento gradual y está sujeta aún a incertidumbres relevantes.

Gráfico 10

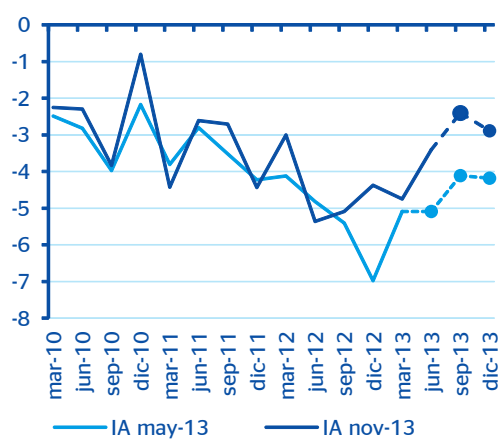
PIB de Cantabria y resultados y previsiones del MICA-BBVA Cantabria (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research e INE

Gráfico 11

IA BBVA Cantabria



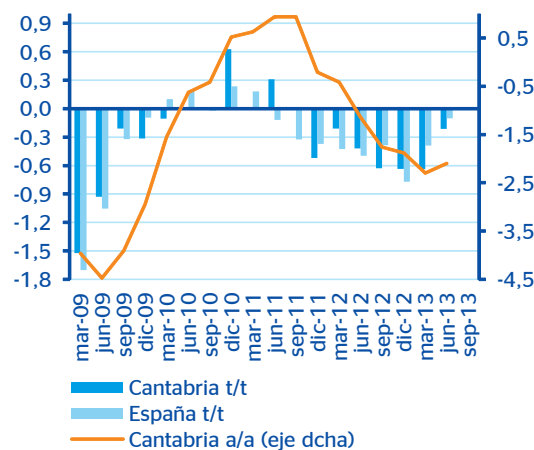
Fuente: BBVA

Además, esta mejoría frente a los datos de trimestres anteriores se está produciendo con un cierto retraso frente a lo que ocurre en el conjunto de España (véase el Gráfico 12). Tres factores justifican este comportamiento diferencialmente negativo: por un lado, la aportación

8: Véase BBVA REsearch, Observatorio de Cantabria, septiembre de 2012, disponible aquí: [http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/120925\\_Observatorio\\_Cantabria\\_tcm346-411810.pdf?ts=29112013](http://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/120925_Observatorio_Cantabria_tcm346-411810.pdf?ts=29112013)

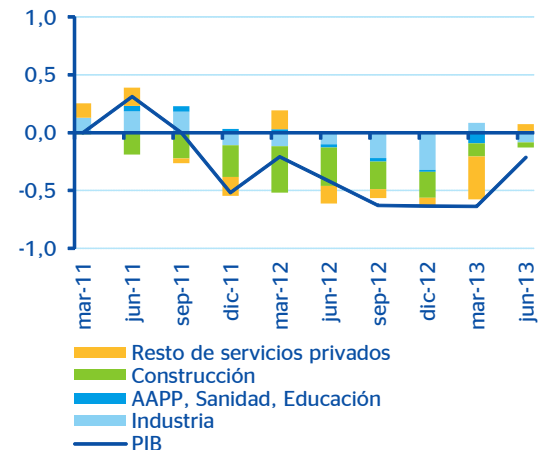
del sector público se tornó negativa entre el 2T12 y el 1T13 -a razón de una décima por trimestre- a diferencia de lo observado en los dos años anteriores (véase el Gráfico 13), debido al importante esfuerzo fiscal realizado en la región para reducir el déficit. Por otro lado, la aportación de las exportaciones al crecimiento del PIB regional se volvió más negativa en el primer semestre de 2013, para empezar a reaccionar tímidamente en el tercero. Esto supuso un estancamiento de la industria, y en una comunidad donde ésta es comparativamente más importante, se ha observado una peor evolución de la actividad. Finalmente, la absorción de los desequilibrios acumulados antes de la crisis, se trasladan a una demanda interna que mantiene la aportación al crecimiento de la actividad de construcción y las actividades inmobiliarias en negativo y comparativamente más deprimidas que en España, a pesar del relativamente bajo nivel de sobreoferta de vivienda de la región. Así, sólo el resto de servicios privados tiene alguna pequeña aportación positiva en el 2T13. En conjunto, todo ello apunta a que la tendencia de moderada recuperación sea más suave que en el conjunto de España.

Gráfico 12  
Crecimiento del PIB (CVEC, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Icade de INE

Gráfico 13  
PIB Cantabria y contribuciones al crecimiento (t/t, % y CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Icade

## La caída del consumo privado, mayor que en la media de comunidades autónomas

Varios factores influyeron negativamente en el consumo de las familias a finales de 2012: al aumento de las tensiones financieras y al incremento del coste de financiación se unieron la subida del IVA (aumento de los tipos general y reducido y modificación de las bases imponibles) y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre a los empleados públicos.

Sin embargo, la caída del consumo en Cantabria en 2012 no refleja un diferencial relevante con la disminución observada en el promedio de España, como lo muestran los indicadores de las compras de bienes, como el Índice de ventas minoristas (véase el Gráfico 14) o las matriculaciones de turismos (véase el Gráfico 15).

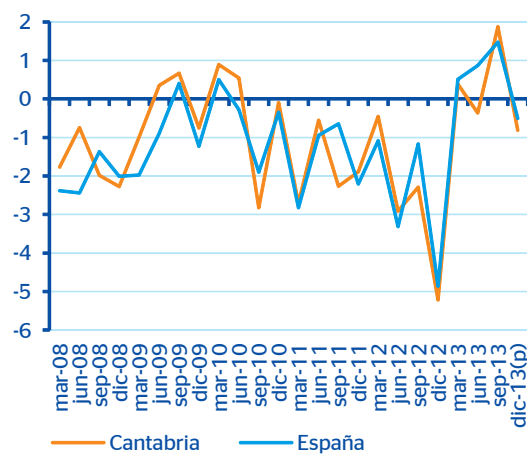
A lo largo de 2013, este deterioro se ha reducido significativamente en la mayoría de los indicadores de coyuntura. La menor contracción esperada de la renta disponible real de las familias, la mejora de la riqueza financiera neta y la vigencia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE<sup>9</sup>) habrían contribuido a sostener el consumo privado en los tres primeros trimestres. Pero dos factores podrían haber apoyado que se observe un comportamiento menos favorable en el consumo en esta región. En primer lugar, la recuperación del sector exterior, como dinamizador de la economía, se retrasa hasta el tercer trimestre frente

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

a las cifras positivas observadas en el conjunto de España durante todo el año 2013. Además, el fuerte ajuste fiscal en la segunda mitad del año podría haber contraído más la demanda privada en el inicio de este año.

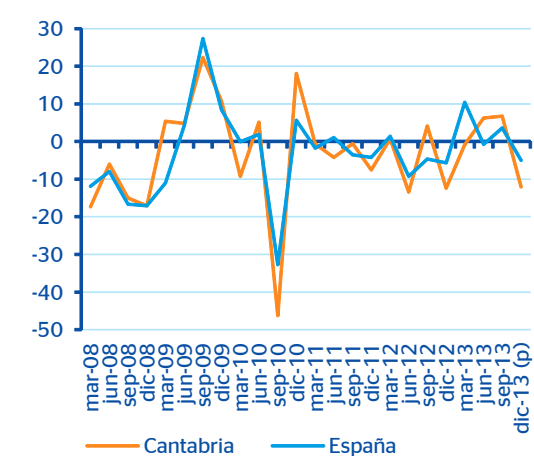
En el cuarto trimestre, las dudas sobre la recuperación mostradas por los indicadores de actividad se trasladan también al consumo. Así, **con los datos del mes de octubre, las previsiones señalan que tanto las ventas minoristas como las matriculaciones podrían volver a situarse en negativo en el cuarto trimestre**, y que la caída sería mayor en Cantabria que en España. En definitiva, el consumo cántabro estaría mostrando una evolución menos dinámica que en el conjunto de España a lo largo del año 2013.

Gráfico 14  
Índice de ventas minoristas (% t/t, CVEC)



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

Gráfico 15  
Cantabria y España: matriculaciones de automóviles (% t/t, CVEC)



(p): Previsión  
Fuente: BBVA Research a partir de DGT

## El esfuerzo de consolidación fiscal necesario para cumplir el objetivo de déficit en 2013 es menor que en otras zonas

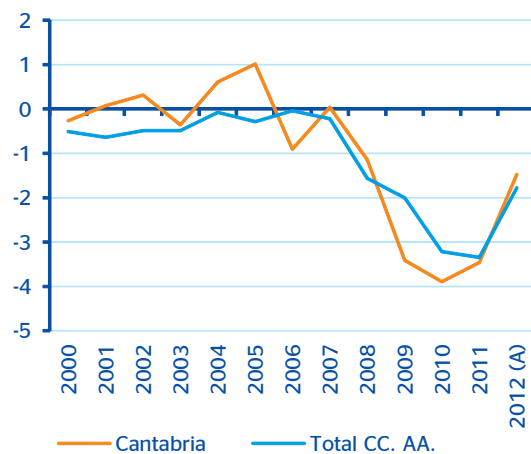
Desde mediados de 2010, el Gobierno de Cantabria ha reducido su déficit en más de 2,4 puntos porcentuales -desde el -3,9% del PIB regional registrado en 2010 hasta el -1,5% con el que cerró 2012 (véase el Gráfico 16). Analizando el ajuste en términos presupuestarios, en el Gráfico 17 puede observarse que desde 2010 **la consolidación fiscal puesta en marcha por el Gobierno cántabro ha venido fundamentalmente, del incremento de los impuestos** (relacionado en gran medida con el cambio del modelo de financiación autonómica, que ha incrementado la participación de los recursos tributarios recaudados por el Estado en detrimento de las transferencias recibidas) **y de la reducción del gasto de capital**. Asimismo, y aunque en términos presupuestarios el gasto corriente se incrementó en 2012, Cantabria ha venido realizando un esfuerzo de contención del gasto desde 2010, tan sólo interrumpido por la regularización del gasto promovida en 2012 con la puesta en marcha del Fondo para la financiación del pago de proveedores (FF. PP.), al que acudió Cantabria por importe de 327 millones de euros (2,5pp de su PIB). Igualmente durante 2012, el Gobierno de Cantabria acudió al Fondo de liquidez autonómico por importe de 137 millones de euros (1,1pp del PIB) para hacer frente a parte de sus necesidades de financiación. De esta forma, la deuda de la comunidad se incrementó en torno a 5,9pp del PIB en 2012, elevándose hasta el 15,7% del PIB regional, por debajo todavía del 17,9% del PIB registrado por la media autonómica, y a 2,2pp de su objetivo de deuda aprobado para 2013 (17,2%).

La información disponible de ejecución presupuestaria hasta septiembre de 2013 pone de manifiesto que Cantabria ha continuado con su política de contención de gasto, el cual ha registrado una caída respecto a septiembre de 2012 del entorno del 14,3%. El ajuste del gasto está siendo especialmente intenso en las transferencias corrientes, la remuneración de asalariados y las prestaciones sociales. Por su parte, los ingresos siguen sin recuperarse, y registraron una caída interanual del 14,7% respecto al mismo periodo del año anterior, afectados por las menores entregas a cuenta de los recursos del sistema de financiación.

Como consecuencia, el déficit del Gobierno de Cantabria se situó a cierre del tercer trimestre del año en torno al 0,7% de su PIB, el mismo nivel que el observado hasta septiembre de 2012. Así, Cantabria está registrando a lo largo 2013 una consolidación prácticamente igual que la observada por la media de las comunidades autónomas (véanse los Gráficos 18 y 19). En este contexto, el Gobierno de Cantabria tendría que continuar con la misma intensidad de control del gasto si quiere cerrar el año cumpliendo con el objetivo de estabilidad (-1,1% del PIB).

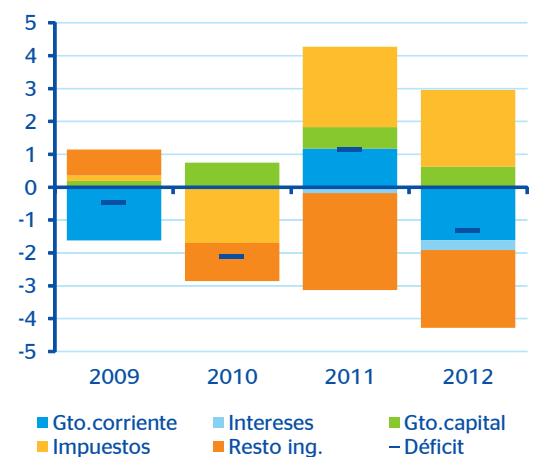
Hacia delante, el proyecto de presupuestos para 2014 aprobado por el Gobierno de Cantabria mantiene su compromiso con la consolidación fiscal, sin introducir medidas adicionales de ajuste salvo alguna actualización de tasas y tributos propios, que buscan generar mayores ingresos. En todo caso, el Gobierno de Cantabria ha incluido en el proyecto de ley de medidas fiscales y administrativas una rebaja de la carga fiscal del IRPF -reduciendo la tarifa aplicable al tramo de rentas más reducidas y ampliando los mínimos exentos, a la par que incrementa la tarifa de los dos tramos superiores- y del impuesto sobre transmisiones patrimoniales -estableciendo un tipo reducido para determinadas adquisiciones de viviendas. Así, el Gobierno cántabro espera que el total de ingresos siga cayendo, arrastrados por los recursos del sistema de financiación autonómica, y que el nivel de gasto previsto crezca en torno a un 2% respecto al presupuesto inicial de 2013. Con todo, Cantabria prevé cerrar el año 2014 cumpliendo con el objetivo de déficit del 1%. En la medida en que la recuperación de la actividad sea menor que la esperada por el Gobierno de Cantabria, existen riesgos de que los ingresos se comporten peor de lo previsto, incrementando la probabilidad de incumplimiento del objetivo de 2014, lo que exigiría medidas adicionales a las previstas.

Gráfico 16  
Cantabria: capacidad / necesidad de financiación (% PIB regional)



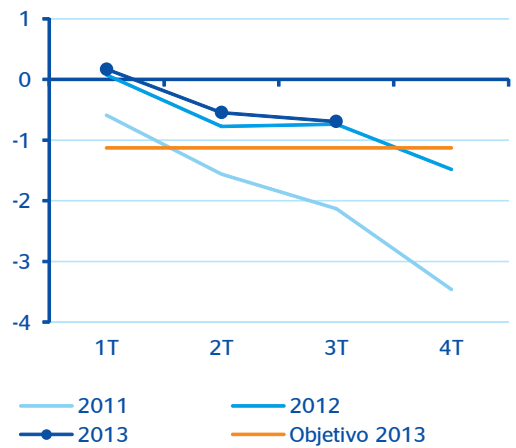
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 17  
Cantabria: descomposición del ajuste presupuestario (pp del PIB)



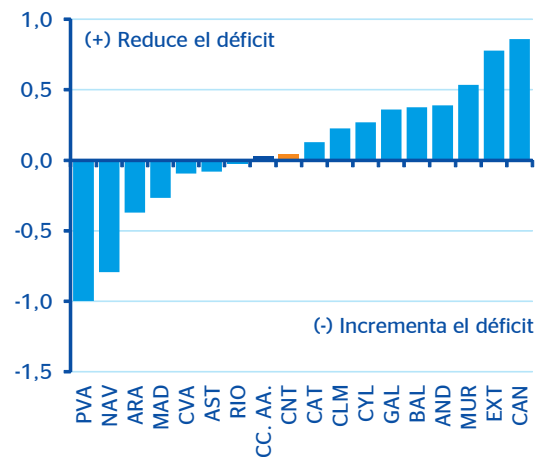
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 18  
Cantabria: capacidad / necesidad de financiación  
(% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 19  
CC. AA.: variación del déficit entre 3T13  
respecto a 3T12 (puntos porcentuales del PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## Ajuste más intenso y menor desequilibrio, pero la actividad constructora continúa débil

A pesar de que en Cantabria el desequilibrio de la oferta residencial es prácticamente inexistente, la iniciación de viviendas no muestra signos de recuperación hasta el momento. Desde el comienzo de la crisis en el sector inmobiliario, Cantabria siempre ha mostrado uno de los menores problemas de sobreoferta de vivienda nueva. Así, al cierre de 2012 el número de viviendas nuevas sin vender equivalía al 1,1% del parque residencial de la región, una proporción muy inferior al 3,9% que se registraba, en media, en el país (véase el Gráfico 20). Sin embargo, a pesar del mayor número de visados firmado en el tercer trimestre del año, la actividad constructora en los últimos trimestres ha mostrado claros síntomas de debilidad, debiendo esperar a los próximos meses para confirmar un cambio de tendencia en la construcción residencial. Así, entre enero y septiembre tan sólo se han visado, en promedio, 31 viviendas al mes (véase el Gráfico 21). De hecho, nunca desde 1992 los visados habían alcanzado registros tan bajos, ni una corrección tan intensa como la actual, iniciada a comienzos de 2007. Así, Cantabria es la región española, junto con Cataluña, donde más ha corregido la actividad constructora: desde que alcanzaran el máximo en 2006, los visados acumulan una reducción del 98%.

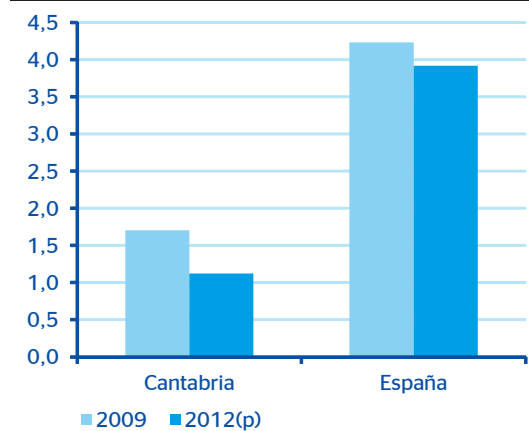
La debilidad de la demanda se mantiene, tanto por el menor impulso fiscal y la debilidad de los fundamentales, como por la poca importancia de las compras de extranjeros, que sí contribuyen a la reducción de desequilibrios en otras CC. AA.. Así, el incremento de ventas que se registró en la última parte del pasado año no ha tenido continuidad en 2013. Aunque la contracción en el primer trimestre era esperada, tras el adelantamiento de compras al final de 2012 por la subida impositiva de la vivienda y la desaparición de la desgravación fiscal, la contracción ha continuado tanto en el segundo como en el tercer trimestre, con una contribución relevante a esta corrección de las ventas a no residentes en la región. Esto se debe a la acusada reducción de compras por parte de residentes en Asturias y, en menor medida, en Madrid, ya que las compras por parte de los ciudadanos vascos, que siguen siendo los principales compradores en la región, se mantuvieron en niveles ligeramente superiores a los del mismo periodo del año anterior (véase el Gráfico 22). Además, el sector inmobiliario en Cantabria no cuenta con el apoyo de la demanda extranjera, al contrario de lo que sucede en otras regiones, sobre todo las del arco Mediterráneo, donde el buen comportamiento de las compras de extranjeros está neutralizando en buena medida la caída de operaciones que se observa entre ciudadanos españoles. Así, tan sólo el 2,8% de las compras de viviendas entre



enero y septiembre las realizaron ciudadanos extranjeros frente al casi 17% de media en el país. En consecuencia, las ventas de vivienda en Cantabria cayeron más que la media nacional en los tres primeros trimestre del año: -30% a/a frente al -10%.

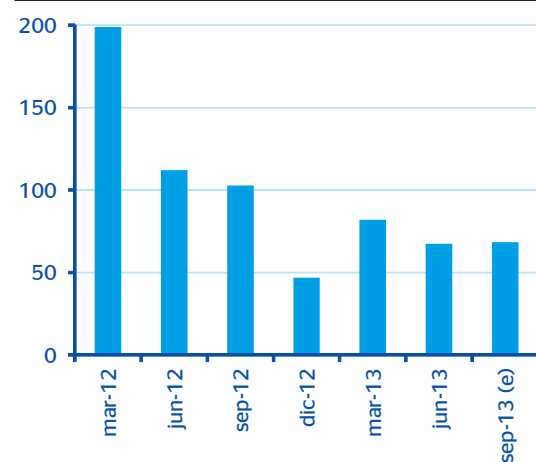
**Hacia adelante, la intensa reducción de la actividad constructora en la región** –el número de viviendas iniciadas en 2012 representa tan solo el 8% de las comenzadas entre 2004 y 2007- **y la reducida proporción de viviendas nuevas sin vender indican que el recorrido del ajuste es muy limitado**, habiendo llegado prácticamente a su fin, lo que no evitará que durante los próximos meses la oferta continúe frágil (véase el Gráfico 23). Por su parte, las ventas en los próximos trimestres estarán influenciadas por una recuperación económica menos intensa que en el resto de España y por la escasa relevancia de las compras de viviendas de extranjeros.

Gráfico 20  
Viviendas nuevas sin vender  
(% respecto al parque residencial)



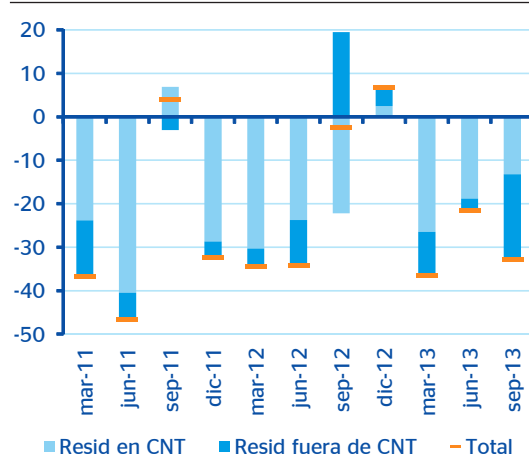
Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 21  
Cantabria: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)



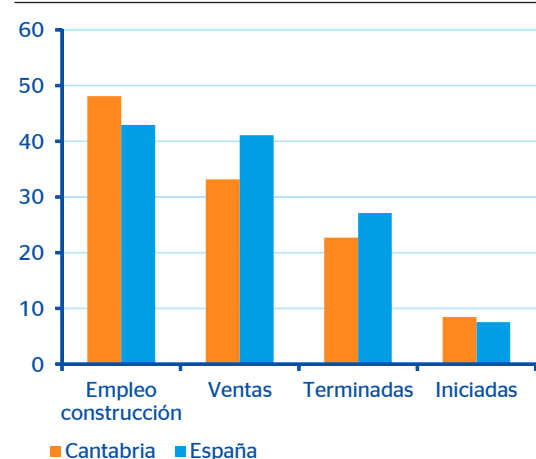
Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 22  
Cantabria: ventas de viviendas  
(contribución al crecimiento interanual, p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 23  
Cantabria: variables del sector inmobiliario en 2012 respecto al promedio 2004-2007 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento e INE

Según los datos del Ministerio de Fomento, durante 2012 el presupuesto destinado a licitación en Cantabria por el conjunto de las administraciones públicas se redujo el 70% respecto al año anterior, un descenso superior al promedio registrado en España (-49%).

Tanto las obras de edificación como las de ingeniería civil cayeron a la misma tasa, en torno al 70%. Con esto, desde que el presupuesto dirigido a obra pública alcanzara el máximo en el año 2006, se observa una reducción hasta finales de 2012 del 97%, sensiblemente superior a la caída media nacional (-87%).

**Sin embargo, tras el mínimo alcanzado en el pasado año, entre enero y agosto del presente año, el presupuesto destinado a licitación aumentó el 280% respecto al mismo periodo de 2012**, lo que convierte a Cantabria la región con la mayor recuperación de la obra pública hasta entonces. Este incremento se debió a la mayor dotación destinada a edificación que, representando el 43% del total de la licitación, se incrementó en torno al 250% respecto a los ocho primeros meses de 2012, pero, sobre todo, al aumento presupuestario que registró la obra civil: el 370% en el mismo periodo, representando así el 57% del total destinado a obra pública. La mayor parte del presupuesto se destinó a carreteras y ferrocarriles. Entre otras obras, destacaron: la modernización de la conexión ferroviaria de Cantabria con la meseta central, que, según lo anunciado por el Ministerio de Fomento, reducirá en una hora el tiempo de viaje Madrid y Santander hasta situarlos en tres horas y media en 2015, y la modernización del tramo de carretera que une Torrelavega y Santander. Resultan también destacables las obras destinadas a la edificación de viviendas protegidas llevadas a cabo por las administraciones locales.

## Las exportaciones de bienes tocan fondo en el segundo trimestre de 2013

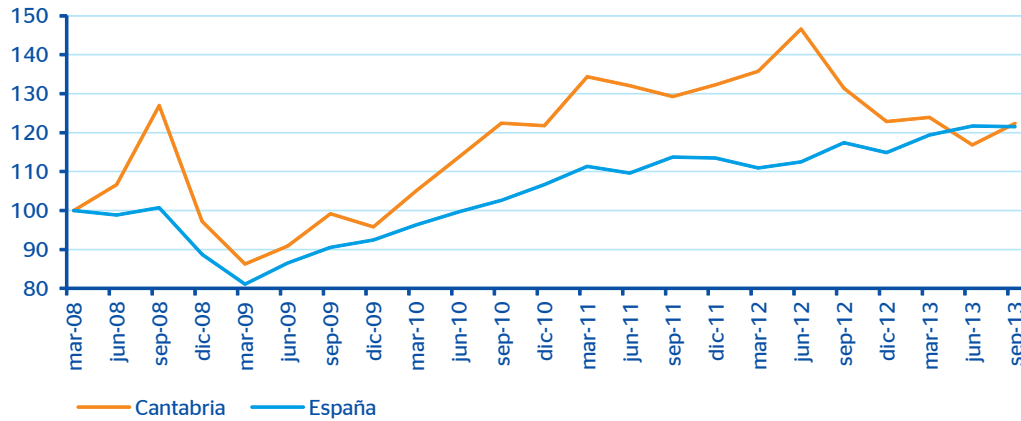
Tras haber mostrado una evolución muy positiva entre el primer trimestre de 2009 y el segundo de 2012, las exportaciones reales de bienes al extranjero de Cantabria iniciaron una caída que ha continuado hasta el segundo trimestre de 2013. Así, como se puede observar en el Gráfico 24, al final del primer semestre de 2012 las ventas de bienes al exterior se situaban un 47% por encima de los niveles precrisis, muy superior a la mejoría mostrada por el conjunto de España. Con todo, en la publicación anterior ya se planteaba que la falta de diversificación, geográfica y de producto, de las exportaciones cántabras podía suponer una limitación a su evolución en un contexto de vuelta a la recesión de los principales mercados exteriores. Efectivamente, a partir del 3T12, las exportaciones iniciaron una corrección que continuó durante cuatro trimestres, situándose 23 puntos por debajo del pico alcanzado un año antes, lo que eliminó el diferencial que se había ganado frente a España. Este es, claramente, un comportamiento diferencial de la economía cántabra.

Hasta mediados de 2012, el buen comportamiento exportador había venido apoyado por el comportamiento relativamente positivo de Alemania y Francia, por un lado, y por los avances en las exportaciones hacia los EAGLES<sup>10</sup>, por el otro. Esta evolución más que compensó la evolución desfavorable de otros mercados relevantes, como Italia, Portugal y México. Pero la recesión europea y la desaceleración de los países emergentes truncaron la mejora del sector exterior. Como resultado, mientras en el conjunto de España las exportaciones se desaceleraron en el segundo semestre de 2012 (+2,1% CVEC), en Cantabria experimentaron una contracción muy significativa (-16,2% CVEC). Ello se trasladó al conjunto del año, con una caída del 7,1% de las exportaciones regionales, frente al incremento del 1,3% en España. **En 2013, la debilidad de la economía europea ha continuado condicionando la evolución de las ventas al extranjero, más en Cantabria que en España.**

10: EAGLES - BBVA (Emerging and Growth - Leading Economies): China, India, Indonesia, Taiwan, Corea del Sur, Rusia, Turquía, Brasil y México

Gráfico 24

**Cantabria y España: exportaciones de bienes reales (mar-08=100; CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

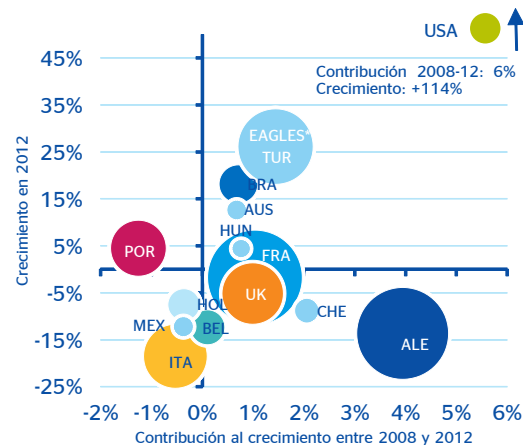
La excesiva concentración de las exportaciones en relativamente pocos destinos y productos, por tanto, podría estar en la base del comportamiento diferencial experimentado por esta región. En particular, por destinos geográficos el mayor peso se concentra en mercados menos dinámicos: Francia, con un 16%, es el primer destino, seguido de Alemania (15%) y de Reino Unido (10%). Este es el mismo peso que representa todo el conjunto de los EAGLES (véase el Gráfico 25).

Desde el punto de vista de los productos, bienes de equipo y semimanufacturas suponen, respectivamente, el 33% y el 27% del total de los productos exportados (y materias primas, un 10% adicional), por lo que la caída de los primeros, y la pérdida de ritmo de los segundos justifica la caída de las exportaciones en el último año (véase el Gráfico 26).

Con todo, las exportaciones de bienes de equipo han crecido, aunque tímidamente, en el tercer trimestre de 2013, facilitando que el conjunto de las ventas exteriores de bienes comiencen a recuperar el ritmo alcista (+4,7% real CVEC). En la medida que este mejor comportamiento coincide con una recuperación de las exportaciones hacia Alemania, el país más dinámico de la UE, podría facilitar que esta expansión se prolongue en próximos trimestres.

Gráfico 25

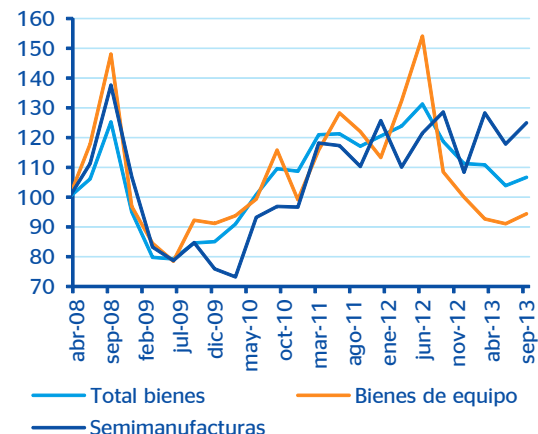
**Exportaciones de Cantabria: crecimiento en 2012 vs contribución al crecimiento 2008-2012 por países**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 26

**Exportaciones de los principales de Cantabria (mar-08=100; CVEC, nominales)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por su parte, **el sector turístico parece haber recuperado parte del pulso en el último trimestre, tras dos años de comportamiento relativamente negativo**. La elevada dependencia del turismo nacional (el 82% de los viajeros entrados en hoteles son residentes nacionales), con una demanda deprimida, justificaba una evolución más negativa en la cornisa cantábrica que en otros destinos con mayor relevancia del turismo exterior. Con todo, Cantabria logró empezar a dar un giro a esta cuestión ya en 2012, cuando la caída del turismo en la región, pese al peor comportamiento de los extranjeros, fue menos que en el conjunto de España (-2,4% a/a en Cantabria, frente al -2,8% en España) De hecho, Cantabria fue la comunidad que mostró un mejor comportamiento entre las de la cornisa cantábrica oriental en ese año (véase el Cuadro 2). Parte de esta evolución podría venir explicada por el ajuste más rápido en los precios (véase el Gráfico 27) que en las regiones competidoras. Además, podría haber facilitado el aumento del número de visitantes en el tercer trimestre de 2013, cuando la demanda de los residentes españoles se ha recuperado de forma sustancial en toda España, beneficiando en particular a aquellas regiones que habían realizado mayores ajustes en los precios.

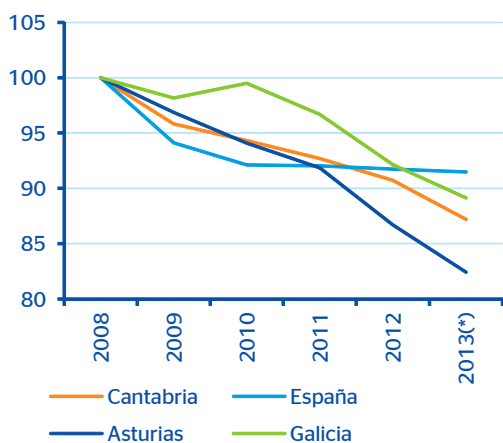
**Con todo, la recuperación del número de visitantes en Cantabria no se traduce, como sí sucede en otras comunidades, en una recuperación del número de pernoctaciones** (véase el Gráfico 28). Ello podría indicar que el sector turístico debe continuar redoblando sus esfuerzos por mejorar la competitividad, ante la reacción reciente de sus competidores más cercanos.

Cuadro 2  
**Entradas de viajeros en el Territorio**

	Cantabria	España	Asturias	Galicia
<b>Crecimiento en 2012 (a/a,%)</b>				
Total	-2,4	-2,8	-7,8	-4,1
Residentes en España	-2,6	-6,1	-8,2	-6,0
Extranjeros	-1,6	1,0	-5,1	2,8
<b>Crecimiento en enero-septiembre 2013 (a/a,%)</b>				
Total	0,6	0,3	8,1	5,2
Residentes en España	-1,3	-2,4	4,0	3,0
Extranjeros	9,2	3,1	3,4	12,3
<b>Peso en 2012</b>				
Extranjeros	18,1	48,1	13,1	23,1
Residentes en España	81,9	51,9	86,9	76,9

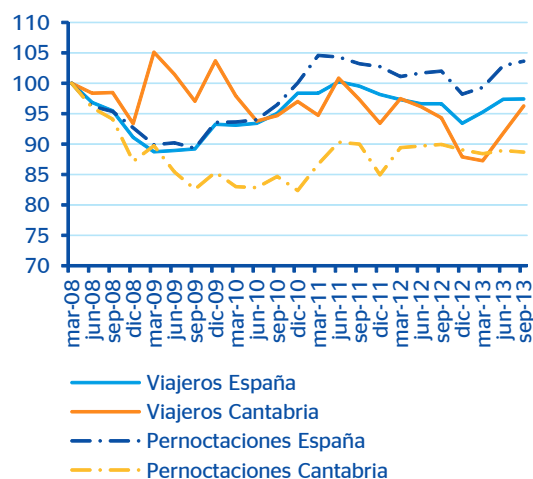
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 27  
**Índice de precios hoteleros (2008=100)**



(\*) hasta septiembre  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

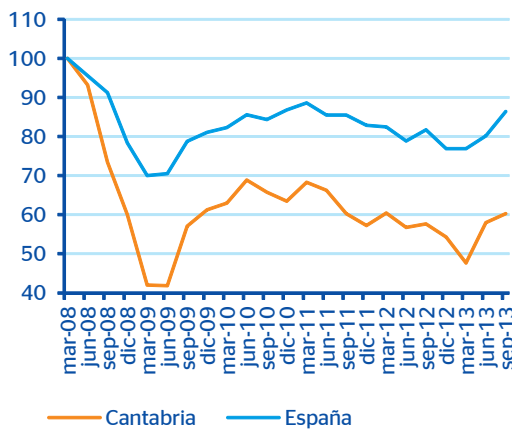
Gráfico 28  
**España y Cantabria: entrada de viajeros (mar-2008=100; CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

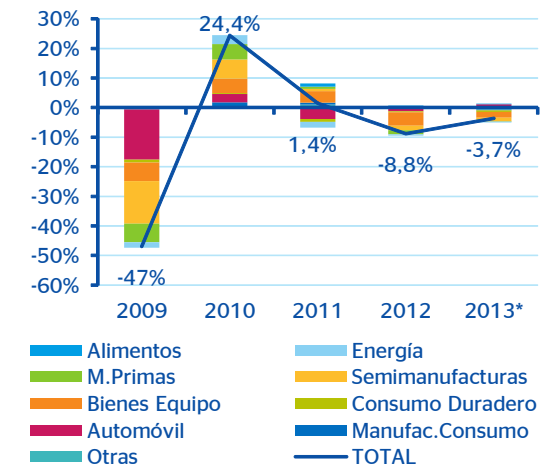
Las importaciones de bienes reales desde el extranjero han prolongado en 2013 la contracción de 2012. En particular, las compras de bienes al exterior cayeron un 11,1% en Cantabria vs. -8,1% España (véase el Gráfico 29). Asimismo, los datos disponibles de 2013 indican que, si bien las importaciones reales cántabras se habrían incrementado en el 2T13 (+9,4% t/t CVEC), en el agregado de 2013 todavía caen (-6% CVEC), frente a la estabilización de las españolas (+0,3%). Esta evolución está muy relacionada con la composición sectorial de las importaciones cántabras, donde los dos segmentos principales y que suponen más del 50% de las mismas, están reduciendo sus importaciones en términos interanuales: semimanufacturas (-4%) y, sobre todo, bienes de equipo (-28%). Por el contrario, dos segmentos que suponen casi un 30% de las importaciones, están creciendo a ritmo moderado: materias primas (2,5%) y alimentos (7%), como muestra el Gráfico 30.

Gráfico 29  
Cantabria y España: Importaciones de bienes  
(mar-08=100; t/t; CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 30  
Cantabria: Importaciones nominales de  
Cantabria: aportación sectorial al crecimiento  
interanual



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

## El mercado de trabajo exhibe un peor comportamiento relativo, pero podría haber tocado fondo

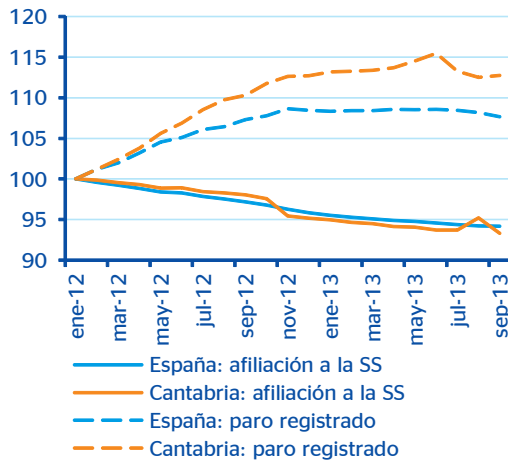
Confirmando la tendencia observada ya en 2012 (véase Gráfico 31), los indicadores del mercado laboral en 2013 siguen mostrando un deterioro relativo mayor en Cantabria que en España, tanto en afiliación como en paro registrado.

El progresivo deterioro del mercado laboral cántabro ha sido consecuencia, sobre todo, de la negativa evolución del empleo privado en los últimos trimestres y en todos los sectores, a excepción del primario. Los servicios y, en menor medida, el sector industrial se han unido al sector de la construcción que, en los últimos años, pierde empleo sistemáticamente. El empleo público, por su parte, se ajustó de manera importante en los tres primeros trimestres de 2012, y si bien sigue cayendo en 2013, lo hace a menor ritmo que el empleo privado (véase Gráfico 33). En 2013 es precisamente la destrucción del empleo en el sector de servicios privados en Cantabria el que destaca diferencialmente respecto a España junto con, en menor medida, el empleo industrial, que compensan el mejor comportamiento del empleo en construcción y del sector público, lo cual conlleva una destrucción de empleo 4 p.p. mayor en el caso de Cantabria (véase Gráfico 32).

En el 3T13 sin embargo -último trimestre con datos disponibles- las contribuciones intertrimestrales se volvieron positivas para todos los sectores. Ello podría estar indicando que la fase más intensa del ajuste se habría producido ya, más allá de que la generación de nuevo

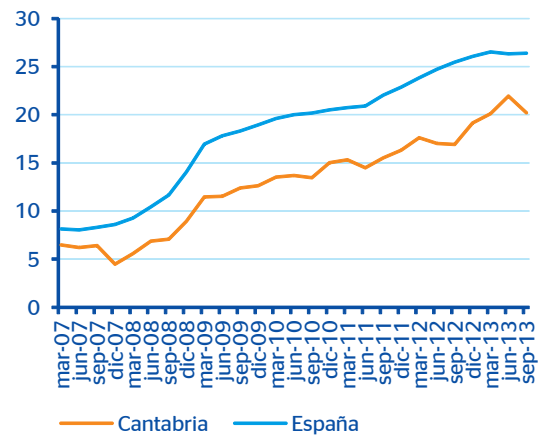
empleo neto pueda mostrar aún cierta debilidad, dadas las restricciones que aplican al empleo público y al de construcción. Cabe esperar que el empleo privado frene su tendencia negativa a medida que se consolide un entorno económico general más favorable, tanto para la economía europea como para la española.

Gráfico 31  
**Cantabria y España: afiliación media a la Seguridad Social y Paro registrado (mar-08=100; CVEC)**



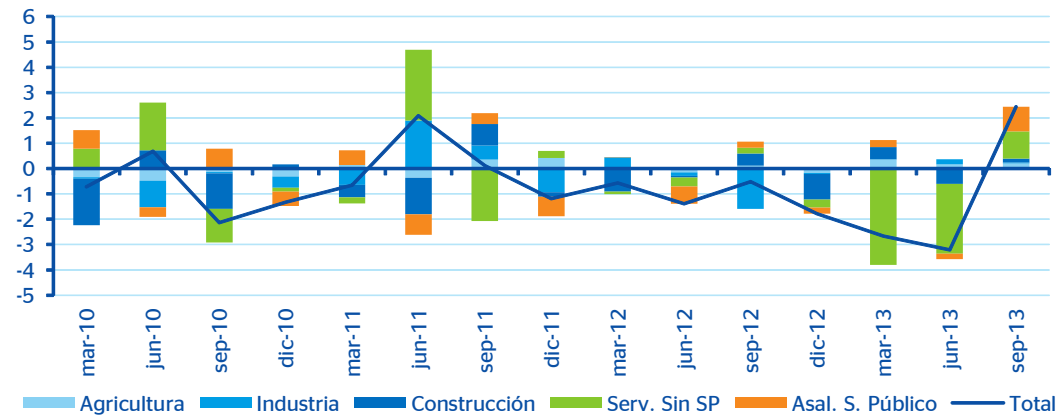
Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social y SEPE

Gráfico 32  
**Tasa de paro Cantabria y España (% de la población activa, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 33  
**Cantabria: Evolución y contribuciones al crecimiento del empleo (t/t; CVEC, %)¹¹**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Escenario 2013-2014: vuelta al crecimiento, aunque será moderado

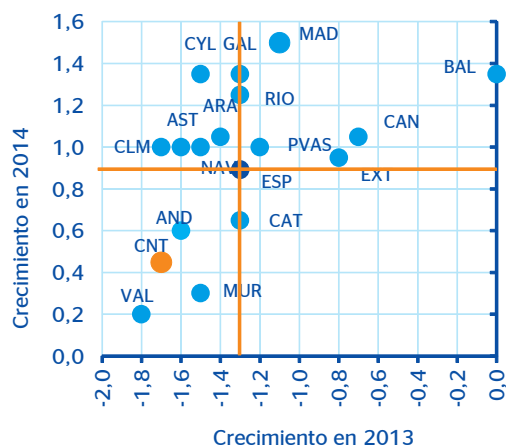
**Durante 2013, la economía cántabra ha ido de menos a más, aunque esto no evitará que el PIB muestre una caída del 1,7%.** Tanto la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Cantabria como los modelos sobre el comportamiento térmico de esta economía, IA-BBVA y MICA-BBVA, han mostrado una mejoría respecto a lo observado a finales del año anterior. Con todo, en

11: El Real Decreto-Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad modificó los convenios especiales existentes en el Sistema de la Seguridad Social de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia. En concreto, los suscriptores del convenio -que pasa a tener carácter voluntario- estarán obligados a abonar la cotización a la Seguridad Social desde el 31 de agosto (el 85% hasta el 31 de diciembre y el 100% en adelante). Este hecho ha provocado una pérdida de más de 150.000 afiliados en España desde el mes de noviembre pasado año.

Cantabria se observa un deterioro de la actividad algo mayor que en el conjunto de España además de una menor velocidad de mejora, por lo que el último trimestre del año todavía podría mostrar una caída del PIB regional. Esta evolución diferencialmente negativa está basada en dos factores: el mayor ajuste fiscal realizado en 2012 y el giro negativo observado en el sector exterior, con unas exportaciones que todavía continúan disminuyendo, mientras aumentan en el resto de España.

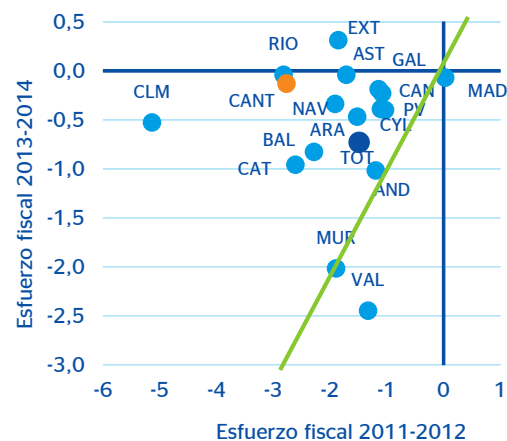
En cualquier caso, de confirmarse la tendencia de mejora en los distintos agregados de la demanda, el crecimiento llegaría durante el primer trimestre del siguiente año y el PIB aumentaría un 0,4% en promedio en 2014 (véase el Gráfico 34). Lo anterior como consecuencia de diversos factores. En primer lugar, el ajuste del sector público regional será muy inferior al que se observó en años pasados, gracias al esfuerzo realizado en 2012. Esto supone una clara ventaja frente a otras comunidades autónomas, en las que el incumplimiento reiterado del déficit ha pospuesto los necesarios ajustes para lograr la sostenibilidad de las cuentas públicas (véase el Gráfico 35).

Gráfico 34  
España: crecimiento del PIB por CC. AA. (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 35  
Esfuerzo fiscal de las CC. AA. realizado en 2011-2012 y previsto en 2013-2014 para cumplir el objetivo de déficit (pp del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y MINHAP

En segundo lugar, **la contribución del sector exterior de la economía cántabra debería mejorar el próximo año.** En la línea de lo que se ha empezado a observar en el tercer trimestre, las ventas al extranjero podrían verse impulsadas por la recuperación de las principales economías europeas y la reducción de las tensiones financieras, mientras que la demanda interna de la economía española también dejará de caer. La especialización productiva (mayor peso de la industria) y exportadora de Cantabria en términos de producto -bienes de equipo, intermedios y semimanufacturas, primordialmente- también actúa en contra en un escenario en el que las grandes inversiones pueden verse todavía constreñidas por un mayor coste de financiación o por los propios excesos del pasado (infraestructuras) lo que limitaría el crecimiento de las ventas de estos productos en los principales mercados cántabros. Por lo tanto, se espera que esta mejoría en las exportaciones sea menor que la que se dará en otras comunidades con una mayor diversificación, explicando parte del diferencial negativo de crecimiento esperado en 2014. Aunque en este aspecto, los riesgos son al alza: si las empresas cántabras consiguen recuperar parte de las ventajas que supieron explotar en la parte central de la crisis, las exportaciones podrían volver a ganar cuota en estos mercados e incrementarse la diversificación, lo que permitiría una recuperación más rápida de la economía.

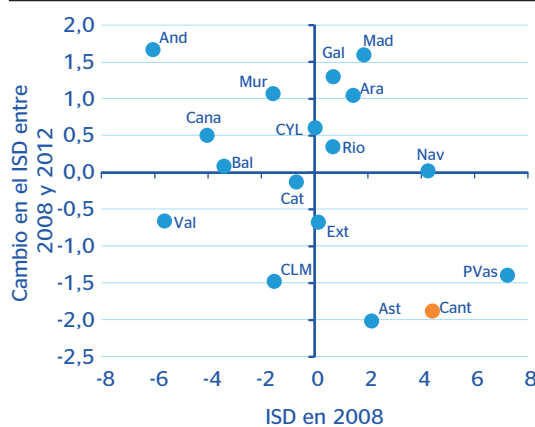
En tercer lugar, **la actividad constructora en Cantabria podría estar cerca de completar su ajuste,** apoyada en el fuerte aumento de la licitación de obras públicas observado este año y la reducción de tamaño que se ha producido en el sector residencial. Con todo, este último continúa

sin mostrar señales de recuperación. Aunque la comunidad cántabra tiene una sobreoferta de vivienda relativamente menor que la que presentan otras regiones, el menor peso del turismo extranjero limita la posibilidad de aprovechar la demanda por parte de extranjeros, como está empezando a suceder en las comunidades del Mediterráneo.

**Finalmente, para la determinación de las previsiones resulta muy relevante la evolución y posición de las regiones frente a los desequilibrios acumulados en el periodo de expansión previo a la crisis y durante ésta.** En la publicación anterior se ofrecía un cuadro de indicadores de riesgo de las distintas regiones, así como la posición de cada una en los distintos desequilibrios. Como se señalaba entonces, Cantabria contaba con una buena posición relativa, pero no se había traducido en un comportamiento diferencial. En el Gráfico 36 lo que puede observarse es la situación de cada una de las comunidades en 2008 en el conjunto de los desequilibrios, y cómo ha evolucionado desde entonces hasta 2012. En general, las comunidades del Norte de España partían de una posición relativamente mejor: el menor impacto del boom inmobiliario se traduce en menos apalancamiento del sector privado, y menores desajustes en las finanzas públicas. Por otro lado, también distorsionó en menor medida el mercado de trabajo, con un menor peso del empleo en construcción, y mayores incentivos al aprovechamiento del capital humano, lo que se traduce en un menor aumento de la tasa de paro durante la crisis. En conjunto, posiblemente junto a las particularidades demográficas (pirámide poblacional más envejecida, menores flujos migratorios hasta la crisis), ello posibilita tasas de ahorro superiores.

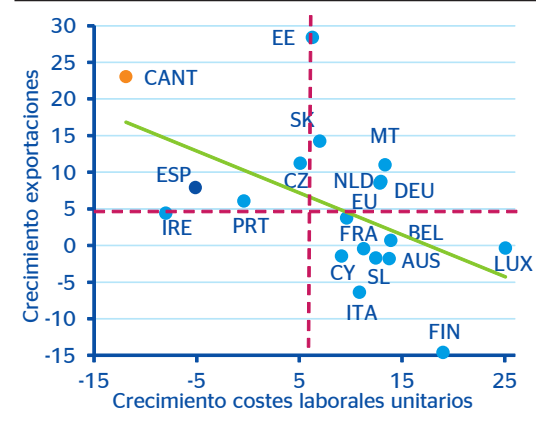
**Partiendo de esta mejor posición** (o en parte como consecuencia de ello) tras cinco años Cantabria muestra una posición algo más desequilibrada que al inicio de la crisis. La ligera mejora en algunas de las variables (PIB per cápita, ahorro de los hogares y nivel de apalancamiento del sector privado) se ha visto más que compensada por el empeoramiento de la tasa de paro, la accesibilidad a la vivienda, el aumento de la sobreoferta inmobiliaria y, en menor medida, una reducción de la apertura de la economía y de la diversificación geográfica. Esto podría encontrarse tras el peor comportamiento de la demanda interna a lo largo de la crisis. La competitividad-precio de las exportaciones cántabras ha experimentado una considerable mejora a lo largo de la crisis (véase el Gráfico 37) que apoyó el fuerte crecimiento de las exportaciones en 2010 y 2011. Dado que esta ganancia de competitividad no se ha revertido, la fuerte concentración en pocos mercados que además muestran un bajo dinamismo podría estar detrás de las dificultades de las ventas al extranjero en 2012 y buena parte de 2013, arrastrando al sector industrial. **En la medida que, como ya se apuntaba hace un año, se aumente la diversificación geográfica y se incremente la base empresarial exportadora de la comunidad, las exportaciones podrían recuperar el dinamismo** y facilitar una recuperación más dinámica de la comunidad.

Gráfico 36  
Indicador Sintético de Desequilibrios (ISD)  
por CC. AA



Fuente: BBVA Research

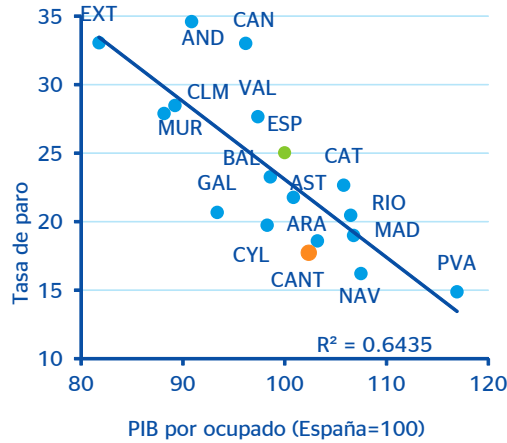
Gráfico 37  
Crecimiento acumulado de las exportaciones de  
bienes y de los costes laborales unitarios 1T08-  
4T12 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, Datacomex y Eurostat

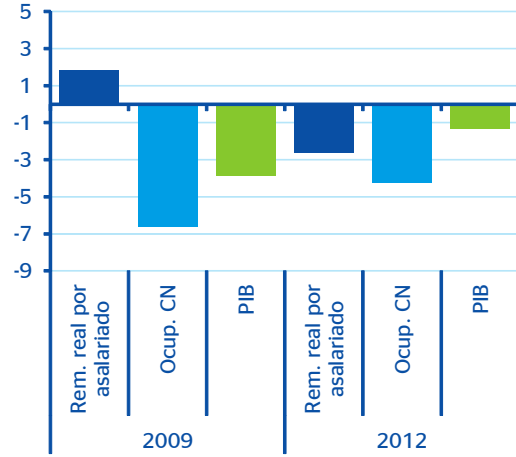


Gráfico 38  
PIB por ocupado y tasa de paro (2012)



Fuente: Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 39  
Cantabria: salarios reales, empleo y PIB  
(Variación porcentual acumulada, datos CVEC, %)



Fuente: Fuente: BBVA Research a partir de INE

En resumen, **aunque la base de partida para la economía cántabra es favorable a un mayor crecimiento**, por los menores desequilibrios internos y un entorno exterior más favorable, **las dudas sobre esta economía persisten, anticipando una mayor caída en 2013 y una recuperación algo más lenta, lo que lleva a experimentar una contracción del PIB del -1,7% en 2013 y una recuperación suave (+0,4%) en 2014**. En ambos casos, estas cifras implican un menor dinamismo que en el conjunto de España.

Más allá, en la anterior publicación de Situación Cantabria se planteaban una serie de retos que debía afrontar esta región para garantizar el crecimiento de medio y largo plazo, a través de la descomposición del PIB per cápita. En particular, para la economía cántabra se planteaba que, una vez alcanzada la convergencia en productividad con la media española, esta región debía encontrar mecanismos para hacer compatibles el avance de la productividad con la mejora de la tasa de empleo<sup>12</sup>. Al respecto, cabe considerar que el problema al que se enfrenta esta región en este momento es que existen distintos equilibrios probables. Las diferencias entre las tasas de crecimiento potencial tienen enormes implicaciones en el tiempo que tardará en recuperarse el nivel de empleo previo a la crisis, en la que se han destruido 40 mil empleos, casi un 16% del existente en 2008 -cuando se alcanzó el máximo del periodo de expansión- según la CRE. Si se supone que la productividad del trabajo crece un 0,6% de media, como en España en el ciclo completo entre 1992 y 2008, con un crecimiento del PIB del 2,5% se tardarían 10 años a partir de ahora en recuperar el nivel de empleo de 2008. Estas cifras de crecimiento sostenido sólo se pueden conseguir con políticas de oferta adecuadas, pero debe tenerse en cuenta que este plazo podría incrementarse considerablemente con cifras de crecimiento del PIB menores.

Además, hay una segunda razón que las justifica. En contra de lo que buena parte de la opinión pública cree, **la productividad no es la causa del desempleo, ni el trabajo es un bien fijo y escaso**. La evidencia regional en España es concluyente: las CC.AA con menor productividad del trabajo (30% por debajo de las más productivas) son aquellas con niveles de desempleo mayores (35% frente al 15%). De hecho, las diferencias en productividad explican un 80% de las diferencias regionales en las tasas de paro en 2012 (véase el Gráfico 38). Si el problema fuera sólo de demanda agregada, las regiones más productivas necesitarían menos empleo para satisfacerla. Por el contrario, la correlación negativa entre productividad y desempleo indica que el problema es, principalmente, de oferta agregada: la distancia de los salarios reales respecto a los niveles que eliminarían el problema del paro es mayor en las regiones menos productivas.

12: "Hacer compatible la mejora de la tasa de empleo con una tasa de actividad que no disminuya o que incluso aumente debe ser, por tanto, el primer reto al que debe enfrentarse la economía cántabra. Aunque esta cuestión, no obstante, implica un cambio más profundo en la sociedad, que afecta a todos los determinantes del crecimiento. Porque mientras hasta ahora Cantabria ha convergido en productividad con la media española, a partir de ahora, los avances en PIB per cápita deberán estar apoyados, además, en mejoras de la esta variable por encima de lo que consiga España." Observatorio de Cantabria 2012.

Algo se ha avanzado a lo largo de la crisis, con un comportamiento de los salarios reales que ha permitido una menor destrucción de empleo en la segunda parte de la crisis (véase el Gráfico 39) pero con todo, continúan siendo necesarias reformas que incentiven la contratación fija y que mejoren la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo.

Cuadro 3

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

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

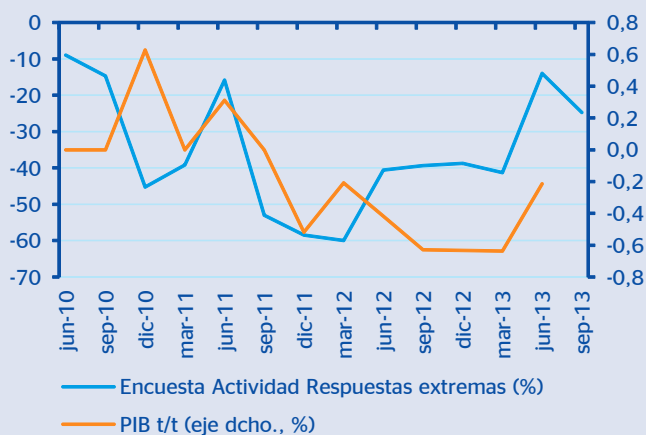
Fecha: 4 de noviembre de 2013.

Fuente: BBVA Research

### Recuadro 1. Encuestas de Actividad Económica BBVA en Cantabria en el 3º trimestre de 2013. Mejora lenta

La encuesta trimestral de Actividad Económica a la red de oficinas de BBVA cumple en Cantabria su decimocuarta oleada con la correspondiente al tercer trimestre de 2013. En las dos últimas, y a pesar de que los resultados del 3T13 sean ligeramente peores que los del 2T13, se ha observado una mejora sustancial en la percepción general de la economía con respecto a trimestres anteriores (véase el Gráfico 9 en la sección de coyuntura). Esta mejor percepción de los últimos dos trimestres resulta acorde a la evolución reciente del PIB regional (véase el Gráfico 40) y a las previsiones de BBVA Research, que indican una progresiva recuperación de la misma.

Gráfico 40  
PIB de Cantabria y actividad en el trimestre según la Encuesta de actividad BBVA



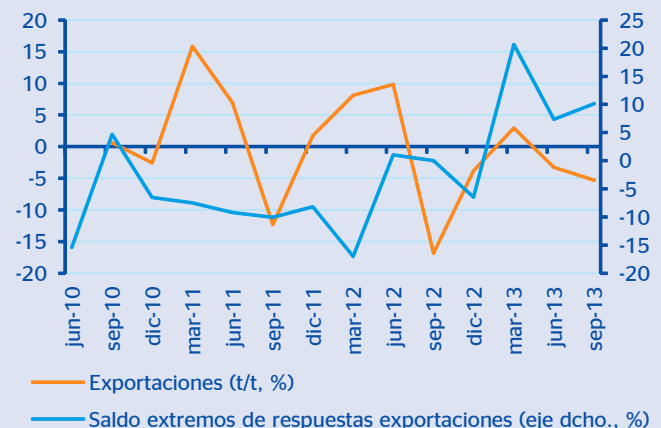
Fuente: BBVA e ICANE

En las dos últimas oleadas (ver Cuadro 4), casi tres cuartas partes de los encuestados prevén que el siguiente trimestre la actividad económica mejorará o se mantendrá estable, lo cual es consistente con los indicadores de coyuntura regionales. Los niveles de respuestas extremas alcanzados con respecto a la actividad económica del trimestre son similares a los observados en el 2T11, cuando la economía cántabra creció a un ritmo positivo de 0,3% trimestral.

La mejora en la percepción de los encuestados en el segundo y tercer trimestres de 2013 se observa, fundamentalmente, en relación a la inversión y empleo en el sector servicios (de manera consistente a lo que indican, el Índice de Actividad del Sector Servicios, las ventas minoristas o el empleo), más que en el ámbito de la inversión industrial, donde la mejora que se observa es menor, vía estabilización de las previsiones.

En cuanto a las exportaciones, tras la fuerte mejora de la opinión sobre las mismas que se produjo en la oleada del 1T13 y que se reflejó en la evolución de las exportaciones del trimestre, la visión se ha vuelto algo menos positiva, lo cual ha coincidido con la pérdida de vigor de las exportaciones: la tasa de crecimiento positiva observada en el 1T13 no se ha recuperado por el momento (véase el Gráfico 41).

Gráfico 41  
Exportaciones cántabras y comportamiento de las exportaciones en el trimestre según la Encuesta de actividad BBVA



Fuente: BBVA y Datacomex

La encuesta, por tanto, confirma el escenario de mejoría de la economía cántabra que se ha observado desde finales del año anterior, apoyado por una visión algo menos negativa de las exportaciones y de la inversión industrial, así como del sector servicios. Adicionalmente, confirma una mejora en el turismo y el mercado laboral.

Cuadro 4

**Cuadro Resumen de la Actividad Económica en Cantabria**

(% de respuestas)	3er Trimestre 2013			2º Trimestre 2013			3er Trimestre 2012		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	13	48	38	14	58	28	7	47	46
Perspectiva para el próximo trimestre	11	62	27	17	57	25	0	42	58
Producción industrial	8	70	22	8	70	21	0	62	38
Cartera de pedidos	13	56	30	11	62	26	3	48	48
Nivel de estocs	12	75	12	10	70	20	3	68	28
Inversión en el sector primario	6	69	26	7	78	15	0	61	39
Inversión industrial	2	82	16	9	64	27	1	54	44
Inversión en servicios	21	46	33	16	62	21	17	40	43
Nueva construcción	4	58	37	2	34	65	8	34	57
Empleo industrial	6	46	48	4	36	60	0	34	66
Empleo en servicios	35	42	24	31	52	16	11	36	53
Empleo en construcción	2	58	39	0	44	56	3	36	61
Precios	20	71	9	20	75	5	23	65	12
Ventas	10	40	49	4	57	39	3	28	68
Turismo	56	40	3	22	47	31	23	50	27
Exportaciones	19	72	9	16	75	9	17	66	17

(\*) Saldo de respuestas extremas.

Fuente: BBVA Research

## 4. Las finanzas autonómicas en boom y en crisis (2003-12)

Ángel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico - CSIC)

### Introducción

En esta nota se analiza la evolución de las finanzas regionales durante la última década –un período que incluye el pico de la anterior expansión además de la crisis en la que todavía estamos inmersos–. El ejercicio ayuda a poner en perspectiva la actual controversia sobre las finanzas autonómicas. En ella se suele poner el acento en la dureza de los recortes de los últimos ejercicios, olvidando la explosión del gasto durante los años precedentes. Cuando se toma el período en su conjunto, el proceso de consolidación presupuestaria que comienza en 2010 aparece como una corrección parcial y tardía de los excesos de años anteriores. Pese al recorte, los niveles actuales de gasto deberían ser suficientes para mantener estándares aceptables en los servicios básicos de titularidad autonómica.

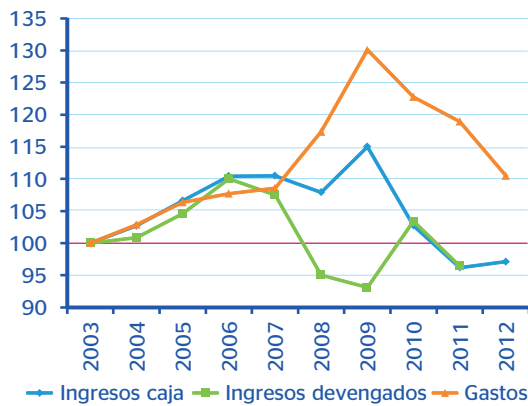
La información utilizada en el presente trabajo proviene fundamentalmente de las liquidaciones anuales de los presupuestos de las comunidades autónomas que publica el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP, 2013a) y de los datos de ejecución presupuestaria que ofrece la misma fuente (MHAP, 2013b). En las series de ingresos y gastos presupuestarios se han introducido ciertos ajustes con el fin de corregir las distorsiones generadas en sus perfiles temporales por la forma en la que se han contabilizado algunas partidas, incluyendo las retenciones realizadas a las comunidades autónomas en concepto de reintegro de los saldos negativos de las liquidaciones del sistema de financiación regional correspondientes a los años 2008 y 2009 y las facturas pendientes de pago no contabilizadas en cada ejercicio<sup>13</sup>. También se ha construido una serie de ingresos regionales con un criterio de devengo. La diferencia entre la serie de ingresos presupuestarios o por caja y la serie de ingresos devengados es que en la primera se contabilizan los ingresos realmente percibidos durante el ejercicio, esto es, la suma las entregas a cuenta del año en curso más las liquidaciones del sistema de financiación pagadas o percibidas durante el mismo (que generalmente corresponden a dos años atrás), mientras que en la segunda se tienen en cuenta los ingresos correspondientes al año, incluyendo la liquidación del mismo (aunque se pague realmente en otro ejercicio).

### Evolución del conjunto de las comunidades autónomas

Los Gráficos 42 y 43 resumen la evolución de los ingresos y de los gastos no financieros del conjunto de las comunidades autónomas españolas entre 2003 y 2012. En el Gráfico 42 tanto los ingresos como los gastos se expresan como porcentajes del PIB del conjunto de las regiones y se normalizan por su valor inicial (en 2003), que se iguala a 100. El Gráfico 43, por su parte, se concentra en los gastos, que se miden en términos per cápita y a precios constantes de 2008, mostrándose tanto brutos como netos de la partida de intereses. El Gráfico 44, finalmente, muestra la evolución del déficit presupuestario calculado con criterios de caja y de devengo.

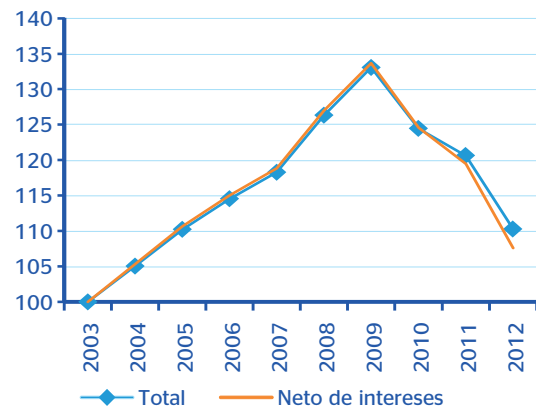
13: Para más detalles, véase la versión en documento de trabajo de la presente nota, de la Fuente (2013) en [http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1316\\_tcm346-383117.pdf?ts=1842013](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1316_tcm346-383117.pdf?ts=1842013)

Gráfico 42  
**Gastos e ingresos no financieros como % del PIB, 2003 = 100 conjunto de las, CC. AA.**



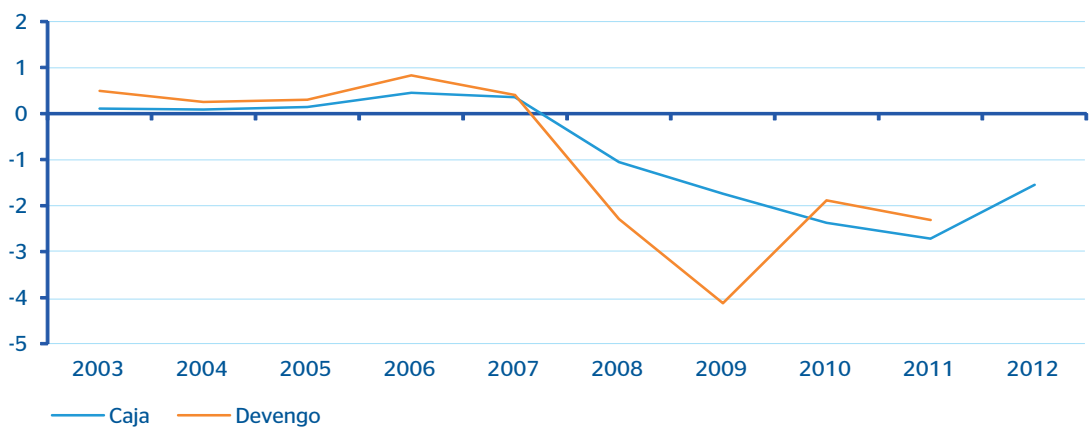
Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 43  
**Gasto autonómico por habitante a precios constantes de 2008, 2003 = 100, conjunto de CC. AA.**



Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 44  
**Saldo presupuestario no financiero como % del PIB. Conjunto de las CC. AA.**



Fuente: A. de la Fuente

Los gráficos revelan un patrón de comportamiento con tres fases bien diferenciadas que ha sido compartido por la gran mayoría de las comunidades autónomas, aunque con diferente intensidad. Entre 2003 y 2007 los ingresos y los gastos de las comunidades autónomas crecen a un ritmo similar. Entre 2007 y 2009 los gastos se disparan a la vez que los ingresos caen rápidamente en términos de devengo pero continúan creciendo en términos de caja (gracias a unas entregas a cuenta calculadas de una forma enormemente optimista). Finalmente, entre 2009 y 2012 tanto los ingresos por caja como los gastos se reducen a un fuerte ritmo, observándose en los primeros una cierta estabilización en el año final del período analizado.

Cuando consideramos el agregado de todas las regiones, gastos e ingresos (medidos como fracción del PIB) crecen en unos diez puntos porcentuales durante el primer subperíodo. En el segundo subperíodo, el gasto crece más de veinte puntos en dos años (ayudado sólo mínimamente por el estancamiento del denominador, que cae un 0,5% entre 2007 y 2009) mientras que los ingresos devengados se reducen en catorce puntos, abriéndose así un déficit muy considerable, que representa casi la mitad de los ingresos no financieros en términos de devengo. En términos de caja, el desequilibrio es menor pero aumenta en 2010 y 2011 a pesar de la caída del gasto, comenzando a reducirse sólo en 2012, una vez se estabilizan los ingresos y continúa el descenso del gasto (véase el Gráfico 41). A finales del período los ingresos se sitúan 0,36 puntos de PIB por debajo de su valor inicial mientras que los gastos continúan 1,30 puntos

por encima de esta referencia. El desequilibrio generado durante el período (un incremento del déficit del 1,66% del PIB) se explica aproximadamente en un 20% por la pérdida de ingresos en relación a su nivel de partida y en el 80% restante por el incremento del gasto. Al limitado peso de la pérdida de ingresos ha contribuido muy significativamente el incremento de la aportación estatal al sistema de financiación regional, que aumentó en algo más de un punto del PIB con motivo de la reforma aprobada en 2009.

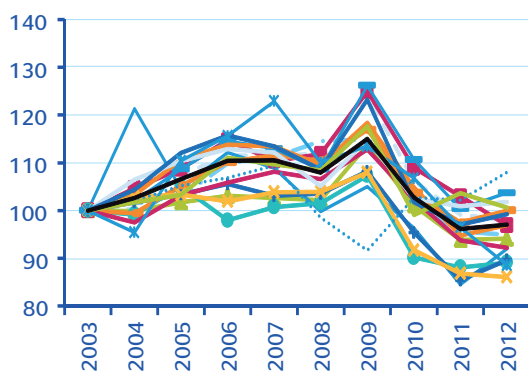
Los déficits acumulados durante la década son importantes. Trabajando con los ingresos presupuestarios o por caja, el déficit acumulado entre 2003 y 2012 por el conjunto de las comunidades autónomas ascendió a 88,4 millardos de euros, a los que hay que sumar los 24,3 millardos de los saldos favorables al Estado de las liquidaciones de 2008 y 2009 del sistema de financiación regional cuyo pago se realizará de forma gradual durante un período de diez años. Se llega así a un total de 112,7 millardos, lo que supone un 10,6% del PIB de 2012 o un 89% de los ingresos no financieros de las comunidades autónomas en el mismo año.

Es importante resaltar que, pese a la fuerte reducción del gasto autonómico en años recientes, éste se mantiene por encima de su nivel inicial tanto en términos del ratio de gasto sobre PIB como del gasto real por habitante, incluso cuando se excluyen los intereses de la deuda regional. Aunque la situación varía de una autonomía a otra, en promedio, los gobiernos regionales han mantenido un nivel de gasto que debería permitirles mantener los estándares de servicio existentes en 2003 o 2004. Esto puede comportar sacrificios desagradables en ciertos casos, pero no es consistente con la visión catastrofista de que los recientes recortes en el gasto regional conducen inevitablemente al desmantelamiento del Estado del Bienestar.

## Diferencias regionales

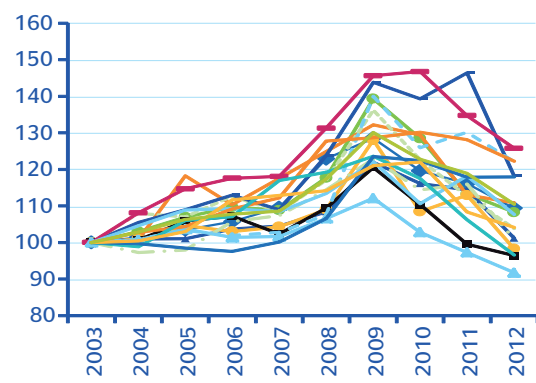
Los Gráficos 45 y 46 muestran la evolución de los ingresos y de los gastos de las distintas comunidades autónomas durante el período analizado. Aunque existen diferencias notables entre unas comunidades y otras, la mayor parte de ellas comparten, como ya se ha dicho, un patrón bastante similar con picos de ingresos y gastos en 2009 y caídas de ambos agregados durante el período final que dejan a la gran mayoría de las regiones con descensos netos de ingresos y aumentos de gasto en relación a 2003.

Gráfico 45  
**Ingresos no financieros (caja)**  
de las CC. AA. como % del PIB. 2003 = 100



Nota: cada línea representa una comunidad autónoma.  
Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 46  
**Gastos no financieros (caja)**  
de las CC. AA. como % del PIB. 2003 = 100



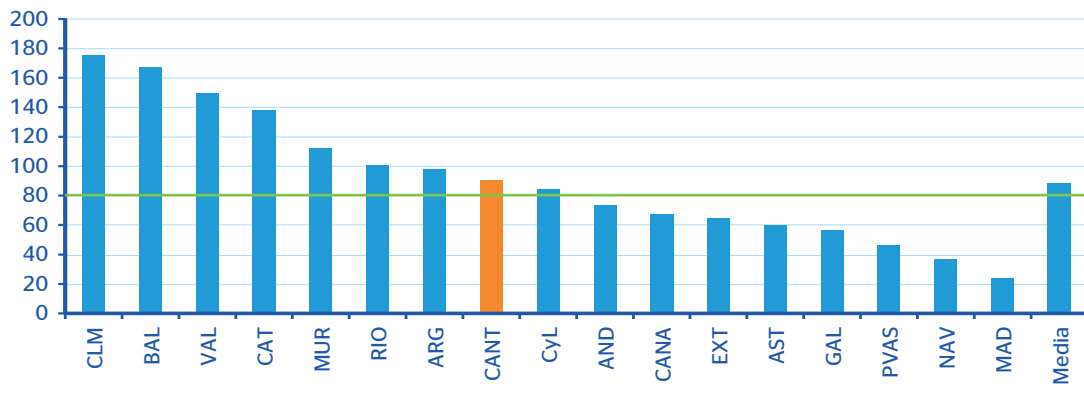
Nota: cada línea representa una comunidad autónoma.  
Fuente: A. de la Fuente

El Gráfico 47 muestra un indicador del desempeño financiero de las distintas comunidades autónomas durante el conjunto del período analizado. Para construir este indicador, se suman los déficits presupuestarios en los que ha incurrido cada región durante los años del período de interés, incorporando también los saldos deudores de las liquidaciones de 2008 y 2009, trabajando siempre en euros corrientes. Finalmente, el total así obtenido se divide por los

ingresos no financieros de cada comunidad en el año 2012. Se ha optado por utilizar los ingresos autonómicos en vez del PIB como denominador porque esto ofrece una mejor imagen del esfuerzo financiero que supondrá para cada administración la devolución de la deuda acumulada.

Gráfico 47

**Déficit acumulado 2003-12, incluyendo los saldos negativos de las liquidaciones de 2008 y 2009, como % de los ingresos no financieros de 2012**



Fuente: A. de la Fuente

De acuerdo con este indicador, la región con un peor desempeño financiero durante el conjunto del período ha sido Castilla-La Mancha, seguida por Baleares, Valencia, Cataluña y Murcia, mientras que en el extremo opuesto de la distribución se encuentran Madrid, Navarra, el País Vasco, Galicia y Asturias.

En el Cuadro 5 se construye un indicador de la situación financiera actual de las distintas comunidades y se muestra su desglose en una serie de componentes que nos ayudan a entender el origen de los desequilibrios actualmente existentes. El saldo presupuestario de cada comunidad autónoma al final del período (en 2012), medido como fracción del PIB, (columna [4]) puede expresarse como la suma algebraica de tres términos que reflejan, respectivamente, el saldo presupuestario al comienzo del período (columna [1]) y la contribución a la variación en el mismo de la evolución de los ingresos (columna [2]) y de los gastos autonómicos (columna [3]). El saldo presupuestario de cada comunidad en 2012 se expresa en la columna [5] como fracción de los ingresos no financieros del mismo año en vez de cómo fracción del PIB. Finalmente, a esta variable se le añaden las retenciones practicadas por el Estado sobre las entregas a cuenta del sistema de financiación como reintegros parciales del saldo de las liquidaciones de 2008 y 2009, normalizado de la misma forma. De esta forma, se obtiene en la columna [6] un indicador que mide la brecha existente entre el gasto y los ingresos no financieros de las comunidades autónomas después de las citadas retenciones o la intensidad del ajuste necesario en el momento actual para volver al equilibrio presupuestario.



Cuadro 5

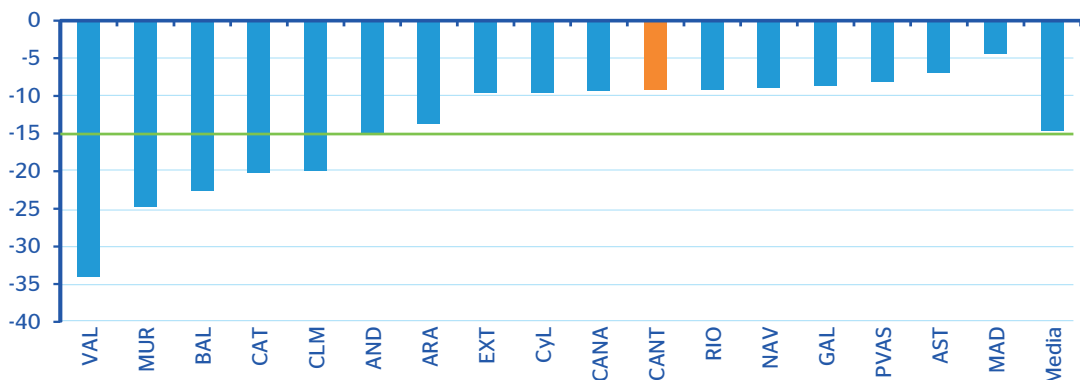
**Indicador de situación financiera actual y sus componentes**

	[1] saldo presup. 2003/PIB	+ [2] variación ingresos/PIB 2003 a 12	- [3] variación gasto/PIB 2003 a 12	= [4] saldo presup. 2012/PIB	[5] saldo presup. 2012/ ingresos	- [6] retenciones/ ingresos	= [7] saldo ajustado 2012/ ingresos
Andalucía	0,42%	-0,80%	1,44%	-1,82%	-12,2%	2,76%	-14,92%
Aragón	-0,09%	-0,24%	0,96%	-1,29%	-11,4%	2,27%	-13,64%
Asturias	0,41%	-0,96%	0,19%	-0,74%	-4,8%	2,13%	-6,97%
Baleares	-0,09%	-0,85%	1,16%	-2,10%	-21,4%	1,17%	-22,54%
Canarias	0,03%	-0,44%	0,55%	-0,95%	-6,9%	2,41%	-9,32%
<b>Cantabria</b>	<b>0,53%</b>	<b>-1,79%</b>	<b>-0,27%</b>	<b>-0,98%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>2,46%</b>	<b>-9,19%</b>
Cast. y León	0,05%	-1,55%	-0,53%	-0,96%	-7,2%	2,43%	-9,59%
Cast.-La Mancha	0,04%	0,01%	2,80%	-2,75%	-17,8%	2,23%	-20,03%
Cataluña	0,21%	0,37%	2,49%	-1,92%	-18,7%	1,49%	-20,19%
C. Valenciana	-0,55%	-0,34%	2,60%	-3,49%	-32,0%	2,03%	-34,05%
Extremadura	0,53%	-1,78%	0,20%	-1,45%	-6,9%	2,74%	-9,60%
Galicia	0,08%	-2,30%	-1,36%	-0,86%	-6,1%	2,57%	-8,63%
Madrid	0,17%	0,15%	0,62%	-0,30%	-3,6%	0,84%	-4,39%
Murcia	0,04%	-0,09%	2,87%	-2,92%	-22,7%	2,02%	-24,76%
Navarra	0,01%	-2,27%	-0,68%	-1,58%	-9,0%	0,00%	-9,00%
País Vasco	0,12%	1,03%	2,29%	-1,14%	-8,2%	0,00%	-8,19%
Rioja	-0,40%	0,08%	0,53%	-0,86%	-6,8%	2,40%	-9,18%
<b>Total</b>	<b>0,11%</b>	<b>-0,36%</b>	<b>1,30%</b>	<b>-1,55%</b>	<b>-12,8%</b>	<b>1,82%</b>	<b>-14,63%</b>

Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 48

**Indicador de situación financiera actual. Saldo presupuestario tras reintegros de liquidaciones 2008 y 2009 como % de los ingresos no financieros corrientes antes de reintegros**

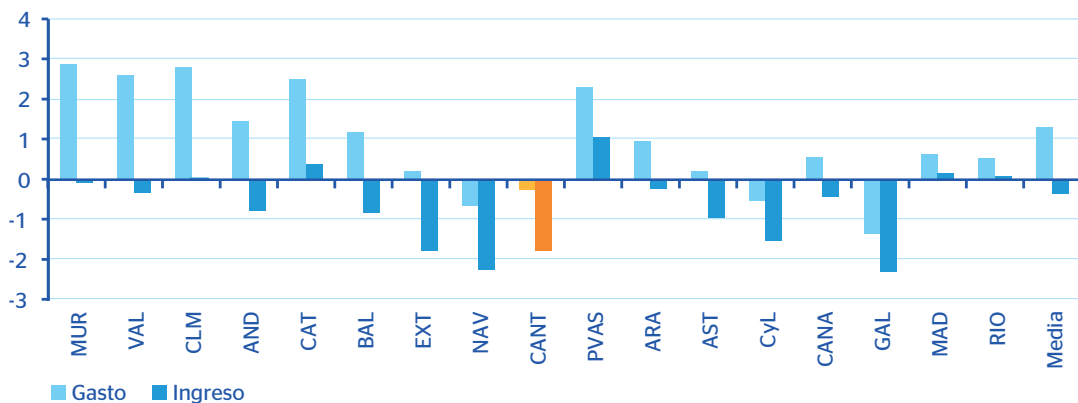


Fuente: A. de la Fuente

La ordenación de las regiones en términos del indicador de situación financiera actual (véase el Gráfico 48) es similar a la existente en términos de desempeño medio durante el período, pero no idéntica. Castilla-La Mancha, por ejemplo, ha corregido apreciablemente su déficit durante el último año, y Baleares ha mejorado su desempeño relativo durante la parte final del período, por lo que ambas regiones mejoran al pasar del ranking por desempeño medio al que refleja la situación financiera actual. En el extremo opuesto, la posición financiera de Navarra ha empeorado apreciablemente en los últimos años, mientras que la de Asturias ha mejorado en el último ejercicio. En la parte inferior de la tabla se encuentran cinco regiones que presentan déficits ajustados superiores al 20% de sus ingresos no financieros. En el extremo opuesto de la distribución, los déficits ajustados se sitúan holgadamente por debajo del 10% de los ingresos.

Gráfico 49

Variación entre 2003 y 2012 del ingreso y el gasto como porcentaje del PIB regional



Fuente: A. de la Fuente

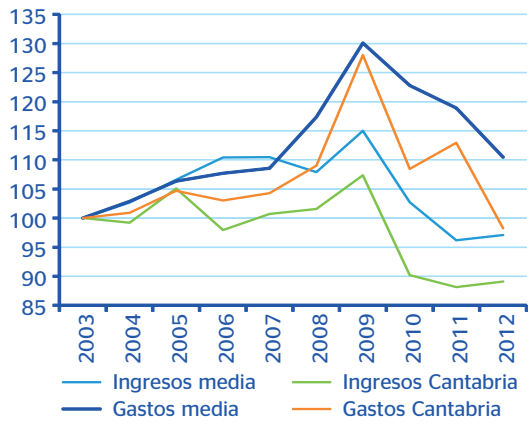
El Gráfico 49 pone el acento sobre las contribuciones del ingreso y el gasto al desequilibrio acumulado entre 2003 y 2009. En él se muestran las variaciones de ambas partidas durante el período, medidas en puntos de PIB, con las regiones ordenadas de acuerdo con el tamaño del incremento del déficit generado por las mismas. Resulta interesante observar que el rápido crecimiento del gasto juega un papel fundamental en las cinco regiones que presentan un mayor incremento del déficit durante el período de interés. La contribución a esta magnitud de la pérdida de ingresos dentro de este grupo oscila entre el -17% de Cataluña (donde los ingresos aumentan durante el período) y el 36% en Andalucía. La fuerte caída de los ingresos, sin embargo, es el factor dominante en el deterioro del saldo presupuestario en un segundo grupo de regiones integrado por Baleares, Extremadura, Navarra y Cantabria, donde este factor explica entre el 42% y el 143% del incremento del déficit. El comportamiento del gasto, finalmente, vuelve a ser crucial en la parte inferior de la distribución, donde la contención del gasto ha permitido incrementos moderados del déficit a pesar de la atonía de los ingresos, que incluso se reducen significativamente en los casos de Galicia, Castilla y León y Asturias.

### El caso de Cantabria

Los Gráficos 50 y 51 resumen la evolución de los ingresos y los gastos de la comunidad de Cantabria, comparándola también con el perfil medio del conjunto de las comunidades autónomas. Como se aprecia en los gráficos, Cantabria presenta un perfil de gastos cualitativamente similar a la media nacional, aunque con un descenso más acusado tras el pico de 2009 que deja a la comunidad con un nivel de gasto en 2012 ligeramente inferior al de partida en 2003, tanto en términos del ratio de gasto sobre PIB como del gasto real por habitante neto de intereses.

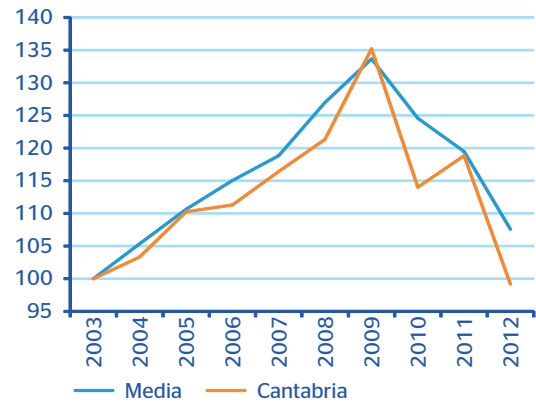
Por el lado del ingreso, la región también presenta algunas peculiaridades llamativas. Así, el incremento del ratio de ingresos sobre PIB que se observa entre 2003 y 2009 está en torno a la mitad de la media nacional (7,4 vs. 15 puntos porcentuales). Aunque el descenso acumulado tras el comienzo de la crisis es similar (una caída de los ingresos de unos 18 puntos porcentuales entre 2009 y 2012 en ambos casos), la diferencia en el punto de partida hace que el resultado final sea muy diferente en ambos casos: mientras que la pérdida de ingresos entre 2003 y 2012 fue sólo de unos tres puntos en promedio, en el caso de Cantabria el descenso se eleva a 11 puntos. Como resultado de esta combinación de factores, Cantabria es una de las pocas comunidades autónomas españolas en las que el desequilibrio presupuestario acumulado entre 2003 y 2012 (un incremento del déficit de 1,51 puntos del PIB regional) es fruto exclusivamente de la caída de los ingresos y no del incremento del gasto.

Gráfico 50  
Gastos e ingresos no financieros como % del PIB, 2003 = 100



Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 51  
Gasto real por habitante neto de intereses. 2003 = 100



Fuente: A. de la Fuente

## 5. Cuadros

Cuadro 6

### Principales indicadores de coyuntura de la economía de Cantabria

% Cantabria	2012		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, cve)		Último mes
	España	Cantabria	España	Cantabria	España	Cantabria	
Ventas Minoristas	-7,7%	-7,0%	-6,0%	-4,9%	-0,7%	-0,9%	oct-13
Matriculaciones	-16,5%	-13,3%	-8,0%	-0,7%	-23,0%	-0,3%	oct-13
IASS	-4,8%	-6,0%	-7,4%	-3,2%	0,7%	-0,8%	sep-13
Viajeros Residentes (1)	-2,6%	-6,1%	-1,3%	-2,4%	0,0%	0,0%	oct-13
Pernoctaciones Residentes (1)	-3,6%	-8,4%	1,4%	-3,0%	-8,0%	0,0%	oct-13
IPI	-2,0%	-5,9%	-1,9%	-2,5%	0,0%	-0,4%	sep-13
Visados de Viviendas	-70,8%	-43,6%	-52,1%	-25,6%	391,1%	-0,8%	ago-13
Transacciones de viviendas	-34,7%	-11,5%	-6,6%	0,1%	-5,9%	-1,4%	sep-13
Exportaciones Reales (2)	1,9%	2,9%	-11,2%	4,4%	0,0%	-1,5%	sep-13
Importaciones	-11,8%	-2,0%	-6,5%	-4,5%	-8,5%	0,0%	sep-13
Viajeros Extranjeros (3)	-1,6%	1,0%	9,2%	3,1%	0,0%	0,0%	oct-13
Pernoctaciones Extranjeros (3)	-4,7%	1,9%	8,8%	3,5%	-10,0%	0,0%	oct-13
Afiliación a la SS	-3,6%	-3,4%	-4,8%	-3,6%	-0,3%	-0,3%	oct-13
Paro Registrado	14,9%	10,9%	7,3%	3,7%	0,6%	-0,1%	oct-13

(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 7

### UEM: previsiones macroeconómicas

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

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB real	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Consumo privado	1,0	0,3	-1,4	-0,5	0,7
Consumo público	0,6	-0,1	-0,5	0,2	0,4
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,7	-3,8	-3,6	2,2
Construcción	-4,5	-0,3	-4,1	-4,3	0,6
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	1,2	0,7	-2,2	-1,0	0,8
Exportaciones	11,4	6,7	2,7	1,7	3,9
Importaciones	9,8	4,6	-0,8	0,4	3,7
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,7	0,9	1,5	0,6	0,3
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	2,2	1,7	-0,5	-0,2	1,0
PIB sin construcción	2,7	1,8	-0,2	0,1	1,1
Empleo total (EPA)	-0,5	0,3	-0,7	-0,9	0,1
Tasa de paro (% pob. activa)	10,1	10,2	11,4	12,0	12,0
Saldo por cuenta corriente (%PIB)	0,0	0,1	1,2	2,1	2,1
Saldo de las AA. PP. (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,7	-2,8	-2,4
IPC (media periodo)	1,6	2,7	2,5	1,5	1,4

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 8

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

<b>(Tasas interanuales, %)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos	2,5	1,8	2,8	1,6	2,3
<b>UEM</b>	1,9	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Alemania	3,9	3,4	0,9	0,6	1,8
Francia	1,6	2,0	0,0	0,2	1,2
Italia	1,7	0,6	-2,6	-1,9	0,7
España	-0,3	0,4	-1,6	-1,3	0,9
Reino Unido	1,7	1,1	0,1	1,4	2,3
<b>América Latina *</b>	6,0	4,0	2,5	2,4	3,1
México	5,1	4,0	3,6	1,2	3,1
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,6	2,8
<b>EAGLES **</b>	8,4	6,6	5,0	4,8	5,2
Turquía	9,2	8,5	2,2	3,7	3,6
<b>Asia-Pacífico</b>	8,2	6,0	5,3	5,2	5,3
Japón	4,7	-0,6	2,0	1,9	1,5
China	10,4	9,3	7,7	7,7	7,6
Asia (exc. China)	6,8	3,6	3,7	3,4	3,6
<b>Mundo</b>	5,1	4,0	3,3	2,9	3,6

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

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

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

**Variables financieras**

<b>Tipos de Interés Oficiales (Final período)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,00
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,3	3,2
UEM	2,8	2,6	1,6	1,6	2,1
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,75	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,33	1,31
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,64	0,64
Japón	87,8	79,7	79,8	97,3	109,9
China (RMB por USD)	6,77	6,46	6,31	6,19	6,02

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2013

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:***Economista Jefe Economías Desarrolladas*

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

## España

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia***Economías Emergentes:*

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

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

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

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

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

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

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

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

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

**Interesados dirigirse a:**

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