

# Observatorio Cantabria

25 de septiembre de 2012  
Análisis Económico

- **Europa y España: las medidas y compromisos acordados deben ser rápida y eficazmente implementados** para acelerar la recuperación.
- **Cantabria: menor necesidad de ajustes internos** que la media.
- **El reto es la internacionalización de la economía**, y la diversificación geográfica de las exportaciones.
- **Ganar posiciones a nivel relativo en España depende de una mejora de la productividad**, ligada a avances en el capital humano.

## La recesión se prolongará hasta 2013

Los menores desequilibrios en los que incurrió la economía cántabra durante la fase de expansión facilitaron que durante la crisis, esta región no se haya visto sometida al mismo nivel de presión de la demanda que otras regiones en las que la expansión inmobiliaria causó desajustes más fuertes. Con todo, Cantabria no escapa a la recesión en la que está inmersa la economía española. En particular, la orientación de la producción cántabra hacia el resto de España y, en lo que concierne a las exportaciones, hacia el núcleo de la UEM, condicionan la capacidad de crecimiento en la actualidad, y en el ámbito interno, el ajuste fiscal necesario para alcanzar el objetivo de déficit autonómico es similar al que deben realizar en media las CCAA. Por tanto, la economía cántabra podría experimentar una caída del PIB del 1,3% en 2012 y del 1,6% en 2013, lo que supone un comportamiento similar a la media.

Más a largo plazo, haber logrado la convergencia con la media española en términos de PIB per cápita implica que a partir de ahora, la mejora de posiciones en el ranking autonómico deberá lograrse mediante una mejora de las dotaciones de factores productivos, especialmente el capital humano.

### **A pesar de que se ha avanzado en la solución de los problemas de gobernanza europea, en la reestructuración del sector financiero y en el proceso de consolidación fiscal...**

Durante los últimos meses, las perspectivas económicas para España se han deteriorado significativamente. Desde mediados de mayo se ha asistido a un nuevo episodio de recrudescimiento de las tensiones financieras en Europa, en el que se han incrementado tanto el coste como las dificultades de acceso a la financiación externa de la economía española. Dicho episodio ha condicionado las decisiones de política económica tanto en España como en el conjunto del área del euro. En particular, se acordó un paquete de ayuda financiera que sirviera para llevar a cabo la reestructuración definitiva del sistema financiero español. Asimismo, se dio un paso importante para romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario, abriendo la puerta a la recapitalización directa de las entidades financieras por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), sujeta a la creación de un supervisor bancario único para Europa<sup>1</sup>. Finalmente, el Gobierno español aprobó un nuevo paquete de medidas fiscales para realinear la senda de ajuste de las cuentas públicas con los nuevos objetivos acordados con la Unión Europea<sup>2</sup>, y más recientemente, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado la compra ilimitada de deuda pública, sujeta a la esterilización de las operaciones y a una condicionalidad estricta, que implicaría cuando menos asegurar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios y la agenda reformadora. Sin embargo, todo lo anterior no ha logrado disipar las dudas sobre la credibilidad de la hoja de ruta del proyecto europeo, ni sobre la capacidad de la economía española para cumplir con los compromisos adquiridos. Aunque las medidas adoptadas pueden ser suficientes, necesitan tiempo para mostrar resultados. Entre tanto, las tensiones financieras se mantendrán elevadas, lo que unido a la aceleración del ajuste fiscal continuará pesando sobre las perspectivas de crecimiento de la economía española en el corto y medio plazo.

1: Las condiciones del acuerdo se recogen en el Memorando de Entendimiento firmado el pasado 20 de julio, disponible en: <http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/menuitem.aa5c961c0709f0fe3e85b782026041a0/?vgnnextoid=7c9f2f207c415310VgnVCM1000001d04140aRCRD>

2: Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad, disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/07/14/pdfs/BOE-A-2012-9364.pdf>

## ... los determinantes de la evolución de la economía española en el corto plazo continúan mostrando un fuerte deterioro

A tenor de lo expuesto, se espera que el nuevo periodo recesivo en el que está inmersa la economía española se prolongue hasta el próximo año. En primer lugar, se prevé que durante los próximos meses el acceso a la financiación externa continúe siendo limitado y relativamente caro, tanto para el sector público como para el sector privado. En segundo lugar, el recrudecimiento de las tensiones financieras también ha incidido negativamente en las perspectivas de crecimiento en Europa, lo que se traducirá en una demanda exterior más débil de los bienes y servicios producidos en España. En tercer lugar, el anuncio de nuevas medidas fiscales en España y el mantenimiento de la prima de riesgo en niveles elevados intensificarán el impacto negativo que el tono contractivo de la política fiscal puede tener sobre la economía, al limitar los mecanismos de transmisión de la política monetaria o la mejora de la confianza. Lo anterior, a pesar de que las nuevas medidas presupuestarias -más concentradas en la imposición indirecta y en el gasto corriente-, deberían aportar credibilidad al ajuste y minimizar su impacto negativo sobre el crecimiento.

Pese a esto, existen algunos factores que continuarán actuando como contrapeso. En lo que respecta a los determinantes externos, la política monetaria (y de liquidez) por parte del BCE seguirá siendo proclive a apoyar la demanda agregada y la estabilidad financiera. Esto, unido a los diferenciales de crecimiento entre Europa y el resto del mundo, continuarán presionando a la baja el tipo de cambio del euro, contribuyendo de forma positiva a las ganancias de competitividad de las empresas exportadoras.

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, se espera que el programa de pago a proveedores (que moviliza recursos en torno al 2,5% del PIB) continúe teniendo un impacto positivo (aunque temporal) sobre el gasto durante los próximos meses. Asimismo, la anunciada reducción de las cotizaciones a la Seguridad Social que paga el empresario, junto con la subida del IVA, conforman una "devaluación fiscal" que incrementará la competitividad de las empresas españolas frente a sus competidores externos. Finalmente, el Gobierno ha anunciado para el segundo semestre del año un ambicioso calendario de reformas estructurales que, junto con la reforma laboral ya aprobada, podrían atenuar la destrucción de empleo y sentar las bases para una recuperación más robusta en el medio plazo.

En síntesis, se prevé que la economía española continúe en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB en torno al -1,4% para el conjunto del año 2012. Adicionalmente, bajo las actuales circunstancias, se espera que la recuperación económica se retrase hasta la segunda mitad de 2013, año que previsiblemente se cerrará con una contracción de igual magnitud a la prevista para 2012.

## Las diferencias de comportamiento regional dependerán de los desequilibrios existentes en cada una, de su grado de apertura, y de las necesidades específicas de ajuste fiscal

El contexto recesivo en el que se mueven tanto la economía europea como la española condiciona el comportamiento regional. Sin excepción, todas las comunidades autónomas registrarán cifras negativas de crecimiento tanto durante este año como en el próximo, aunque tal y como ha sucedido en años anteriores, continuará observándose una divergencia relevante entre regiones. Por un lado, a los desequilibrios incurridos antes de la crisis (excesivo endeudamiento privado, expansión inmobiliaria, baja productividad) se añaden los provocados por la crisis (aumento de la tasa de desempleo, caída de los ingresos públicos). Algunos de ellos muestran ya un elevado nivel de corrección, pero otros continúan aun incrementándose, siendo tanto un reflejo de la crisis como un factor de retraso para una eventual recuperación. La dispersión regional existente en estas variables hace que el impacto de dicho ajuste no tenga por qué ser uniforme. Por un lado, la situación del sector privado no es la misma en cuanto a los niveles de apalancamiento.

Aquellas comunidades con mayores niveles de endeudamiento deben proceder a mayores ajustes, que son tanto más costosos cuanto menor es el margen del que se dispone a partir de la renta disponible, es decir, si la tasa de ahorro es menor y/o la tasa de desempleo mayor. Por el otro, un mayor desajuste fiscal implica mayor esfuerzo a realizar en un plazo relativamente corto, lo que detrae consumo público y tiene además efectos indirectos sobre el comportamiento del sector privado.

En el lado de los factores de tracción del crecimiento, y dada la debilidad de la demanda interna, el determinante de un diferencial positivo respecto al resto de regiones debe venir dado por la capacidad de aprovechamiento del crecimiento externo. Efectivamente, en un escenario en el que el crecimiento mundial proviene de otras áreas distintas de Europa, y en el que España se encuentra entre los países europeos que experimentarán una mayor corrección, la relevancia de la actividad exportadora, su composición sectorial y geográfica y el acceso a otros tipos de demanda externa (como la derivada del turismo) suponen un factor de crecimiento que puede contrarrestar en parte los efectos negativos mencionados en el párrafo anterior.

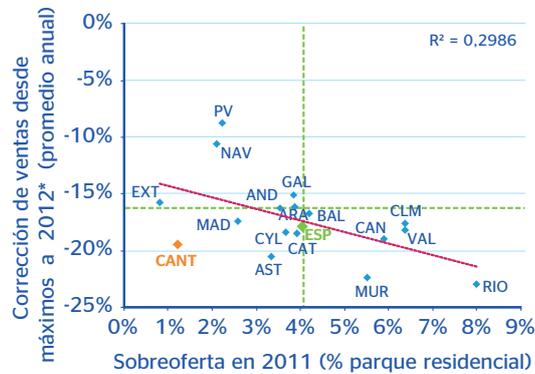
En lo que sigue de este observatorio se analiza, en primer lugar, la posición relativa de Cantabria en cada uno de los factores de desequilibrio que caracterizan a la economía española en su conjunto, para después proceder a observar el impacto que dichos desequilibrios han tenido sobre la evolución coyuntural de la propia región. A efectos de simplicidad, este análisis se ha reducido a 12 indicadores: nueve de ellos pueden considerarse de corto o medio plazo, mientras que los tres restantes, de carácter más estructural, reflejan condicionantes de largo plazo. Asimismo, estos indicadores se han agrupado en dos índices (uno global y otro con los indicadores de más corto plazo) que permiten tener una visión rápida de la posición de cada una de las comunidades.

### **Ajuste del sector inmobiliario: menos desfase en términos de sobreoferta, aunque necesidad de ajuste de precios en torno a la media**

Como en otras comunidades del norte de España, la expansión inmobiliaria alcanzó una menor magnitud en Cantabria, facilitando que en 2011, fuera la comunidad que mostraba un menor nivel de sobreoferta, considerando ésta como el número de viviendas pendientes de venta sobre el total del parque residencial (Véase el Gráfico 1). Asimismo, la comunidad cántabra muestra una fuerte corrección en el número de transacciones de vivienda a lo largo de la crisis, por lo que previsiblemente, desde el punto de vista cuantitativo, y con los visados de obra nueva en niveles mínimos, el ajuste en esta comunidad se encuentra ya cerca de finalizar. No obstante, el sector inmobiliario, incluso sin la necesidad de absorber un exceso de oferta de viviendas al ritmo de otras comunidades, tiene todavía un reto pendiente. La corrección de precios en Cantabria ha sido menor que en otras comunidades, y aunque ello en parte es resultado del relativamente reducido exceso de oferta, ha dado lugar a una menor mejora de la accesibilidad a la vivienda. Así, en términos relativos a la capacidad de pago de las familias, los años de salario necesarios para comprar una vivienda han disminuido muy poco, por lo que debería producirse un ajuste adicional en los precios (Gráfico 2). Este ajuste, además, se verá empujado por el contexto recesivo tanto este año como el próximo. La caída de la renta familiar dificultará que el esfuerzo de acceso a la vivienda se corrija rápidamente, sobre todo si se tiene en cuenta que no hay margen para que los tipos de interés faciliten este proceso, por lo que la recuperación de un mínimo dinamismo en el sector inmobiliario residencial, a pesar de poderse producir antes que en otras regiones, queda aún lejos.

Gráfico 1

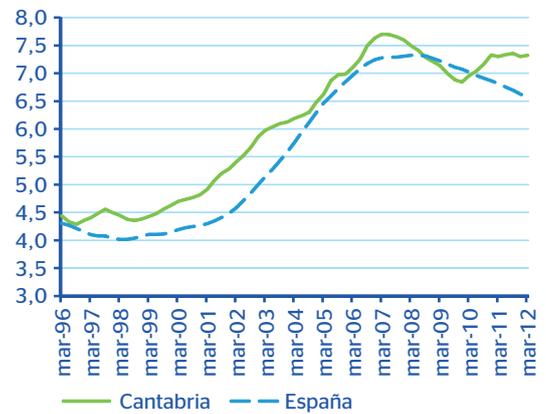
**España: corrección de compraventas y sobreoferta de vivienda**



\* Medias móviles de 4 trimestres, hasta 2T12  
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2

**Accesibilidad Cantabria y España (años que se tarda en pagar una vivienda)**



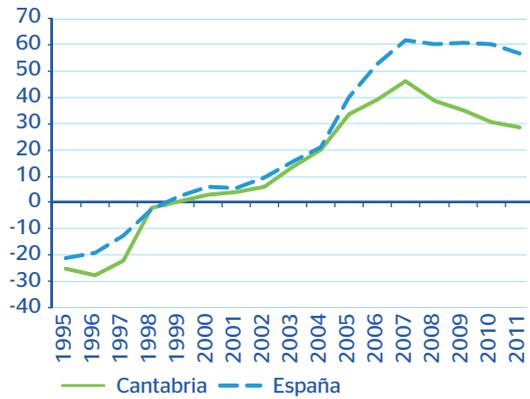
Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

**Menor nivel de apalancamiento, mayor tasa de ahorro y menor tasa de paro suponen una menor presión para la demanda interna privada**

La misma consideración de posición relativamente ventajosa puede hacerse con uno de los factores más relevantes (junto con el desempleo) que afectan a la economía nacional: el nivel de apalancamiento asumido por las empresas y familias en las distintas regiones condiciona el margen del que disponen para afrontar la crisis en momentos de caída de la renta, tanto por la reducción de los beneficios y salarios como por el impacto del desempleo en los ingresos de los hogares. Un mayor apalancamiento, combinado con una menor tasa de ahorro, supone disponer de un menor colchón de seguridad con el que afrontar el deterioro de los ingresos, exigiendo un mayor ajuste en la demanda, tanto en la forma de caída del consumo privado como de la inversión empresarial. Aunque éste es un problema general de la economía española que afecta a todas las regiones, ciertamente los niveles alcanzados en materia de apalancamiento difieren bastante, en parte como consecuencia del distinto impacto del boom inmobiliario en el territorio. Nuevamente, la posición de Cantabria sería relativamente ventajosa. Los menores excesos cometidos en el pasado, y tasas de ahorro superiores a las logradas en otras regiones, permiten que los niveles de apalancamiento<sup>3</sup> se sitúen claramente por debajo de la media española. Esta posición apoyada por una menor tasa de paro y mayor ahorro en el pasado permite que la demanda interna se vea forzada a un menor ajuste en próximos años.

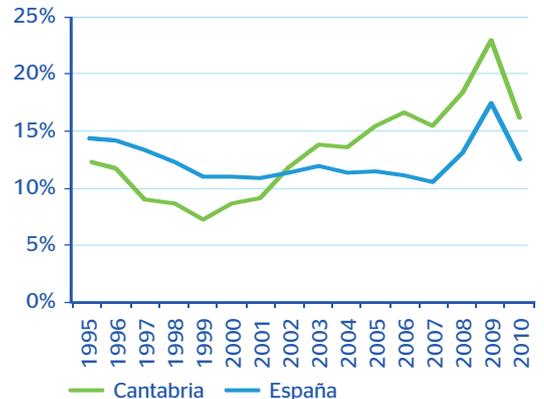
3: Medidos como la ratio de créditos sobre depósitos, en ambos casos para el sector institucional de Otros Sectores Residentes

Gráfico 3  
**Saldo entre crédito y depósitos de otros sectores residentes (% sobre el PIB)**



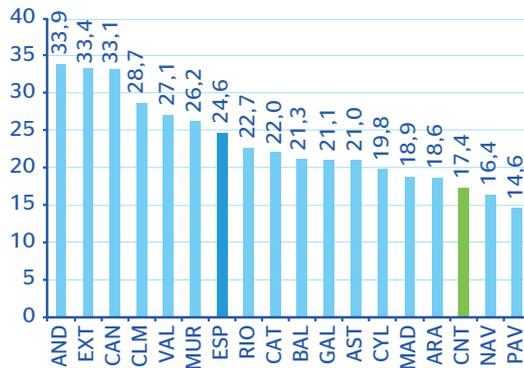
Fuente: BdE, INE y BBVA Research

Gráfico 4  
**Tasa de ahorro de los hogares (% de la renta disponible bruta)**



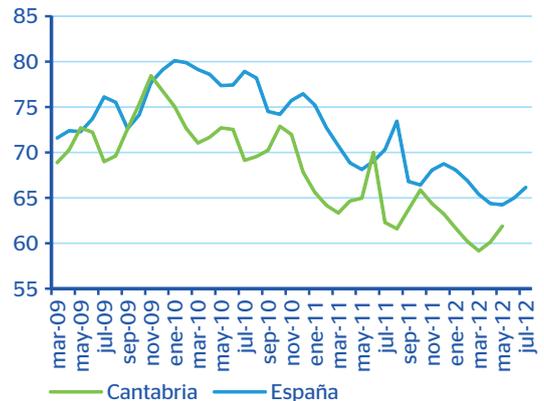
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 5  
**Tasa de paro por CC.AA. (1T12, % población activa)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6  
**Tasa de cobertura de los desempleados**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Empleo y Seguridad Social

## Posición relativamente mejor en términos de deuda pública y ajuste en línea con las demás CCAA en 2012, por lo que deberá vigilarse la evolución a lo largo del segundo semestre

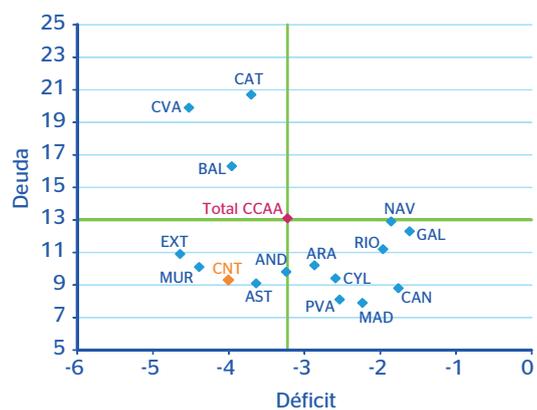
Desde el punto de vista de la demanda interna, el ajuste en el consumo y la inversión viene también condicionado por la situación del sector público. En este caso, y pese al incumplimiento del objetivo de déficit público en 2011, la posición de las cuentas autonómicas cántabras parte también con una relativa ventaja, apoyada especialmente en su menor nivel de deuda.

El Gobierno de Cantabria ha tenido tradicionalmente un desempeño presupuestario algo mejor que la media de comunidades, situando su nivel de deuda a cierre del 2011 en el 9,3% de su PIB, claramente por debajo del 13,1% del conjunto de las regiones. Como se puede ver en el Gráfico 7, esto sitúa a Cantabria en una mejor posición para encarar el ajuste fiscal de 2,5pp de su PIB que tiene que realizar en 2012, ya que cerró el año 2011 con un déficit del 4%. Para ello, el Gobierno cántabro actualizó su Plan económico-financiero 2012-2014, presentando medidas de consolidación fiscal por un importe de unos 1,8pp del PIB regional. Las medidas propuestas se concentran en el recorte del gasto corriente y, particularmente, en las retribuciones de personal

y en las transferencias corrientes a su sector público institucional. Por el lado de los ingresos, las medidas del Gobierno de Cantabria se centran en la subida del impuesto sobre ventas minoristas de hidrocarburos (o "céntimo sanitario").

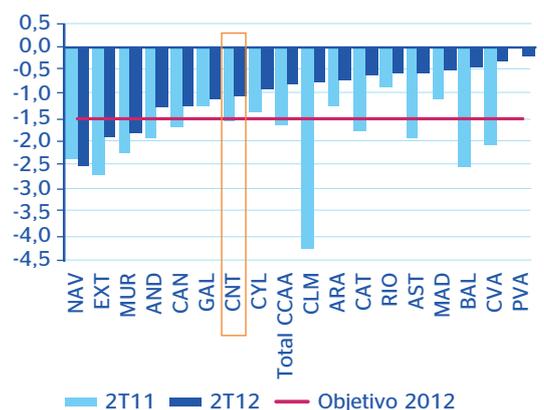
En este contexto, el Gobierno de Cantabria cerró el segundo trimestre de 2012 con un déficit del 1% del PIB, que sitúa a esta comunidad ligeramente por encima de la media (0,7%) En lo referente a la ejecución presupuestaria, hasta junio de 2012 se observan ya los primeros efectos del ajuste fiscal, con un fuerte recorte del gasto corriente –principalmente en compras de bienes y servicios– y en las inversiones, sobre todo a lo largo del primer trimestre del año. También un crecimiento moderado de los ingresos, sobre todo en las transferencias corrientes, derivado probablemente de los anticipos realizados por la administración central. De mantenerse estas tendencias, el esfuerzo podría ser insuficiente para alcanzar el objetivo de final de año (-1,5% del PIB regional) por lo que deberá vigilarse la evolución a lo largo del segundo semestre, y si fuera necesario, implantar medidas adicionales que garanticen el cumplimiento del objetivo.

Gráfico 7  
CC.AA.: deuda y déficit en 2011 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y BdE

Gráfico 8  
Necesidad de financiación (déficit) de las CC.AA. (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## La menor apertura exterior, y la orientación hacia los mercados exteriores más afectados por la crisis, claves para entender el freno de la economía cántabra

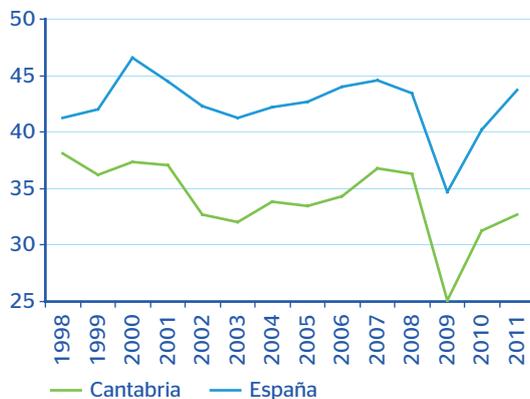
El entorno de contracción de la demanda interna, con una tasa de paro elevada y la necesidad de continuar con el desapalancamiento tanto del sector privado como del sector público, dan lugar a que el soporte para el crecimiento deba continuarse buscándose en el sector exterior, y en particular en el comercio de la economía cántabra con el extranjero, puesto que, la demanda del resto de regiones no dispone, en general, de apoyos para un dinamismo diferencialmente positivo frente a la demanda interna cántabra. Si la demanda externa continúa conformándose como el elemento de soporte de la economía, ello supone que la contribución del sector exterior al crecimiento económico será mayor en aquellas regiones más abiertas, más orientadas al comercio con los mercados emergentes (los países que más van a crecer en los próximos años) y con un saldo comercial más favorable.

Mientras que en los aspectos vinculados con la demanda interna la economía cántabra parece mostrar alguna ventaja relativa, en lo referente al sector exterior (con el extranjero) se cambian las tornas. Cantabria es una economía relativamente menos abierta que la media: el comercio exterior cántabro supone un tercio del PIB cántabro, diez puntos por debajo de la media, por lo que manteniéndose lo demás constante, debería lograrse un aumento relativamente mayor de las exportaciones para lograr un impacto similar en términos de crecimiento del PIB.

Además de la menor relevancia de las exportaciones para la actividad económica, un segundo aspecto es que la UE es un destino más importante para las exportaciones de Cantabria que para el conjunto de España. Esta distribución geográfica supone un riesgo adicional en el corto plazo, dado que los cinco primeros socios comerciales de la región son Francia, Alemania, Italia, Reino Unido y Portugal. El escenario de recesión durante este año en Europa y de bajo crecimiento para el próximo limita, por tanto, las posibilidades de crecimiento apoyándose en el sector exterior, aunque más a medio plazo, existen las bases para que el crecimiento pueda ser mayor.

En primer lugar, las exportaciones cántabras se centran en semimanufacturas y bienes de equipo, cuyo comportamiento no depende solamente del consumo de los mercados europeos, sino que también pueden verse beneficiadas por el hecho de que los compradores de estos bienes sean, efectivamente, exportadores hacia otras áreas de mayor crecimiento. En segundo lugar, la producción y exportación de bienes de elevado contenido tecnológico en Cantabria es muy baja, ya que ésta se concentra alrededor de los grandes focos industriales e investigadores de Madrid y Cataluña, pero es la tercera comunidad con un mayor porcentaje de exportaciones de productos de contenido tecnológico medio-alto, lo que además se consigue sin tener un peso relevante del sector del automóvil. Ello refleja la existencia de un tejido empresarial exportador que, si bien no es especialmente relevante en cuanto a su tamaño, sí supone una base suficientemente diversificada a partir de la que ampliar la orientación exportadora de la comunidad. Finalmente, los socios comerciales comunitarios están perdiendo peso en la estructura geográfica de las exportaciones cántabras a favor de otras áreas, como los EAGLEs<sup>4</sup> pero la región todavía avanza con retraso respecto a la media española, por lo que la capacidad de aprovechar el crecimiento de las áreas emergentes es todavía limitada.

Gráfico 9  
**Cantabria: grado de apertura exterior**  
(X bienes + M bienes / PIB precios corrientes)



Fuente: Datacomex y BBVA Research

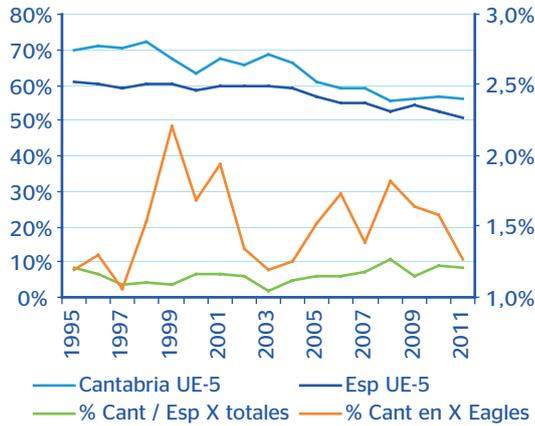
Gráfico 10  
**Cantabria y España: estructura exportadora**  
(% sobre exportaciones de bienes totales 2011)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

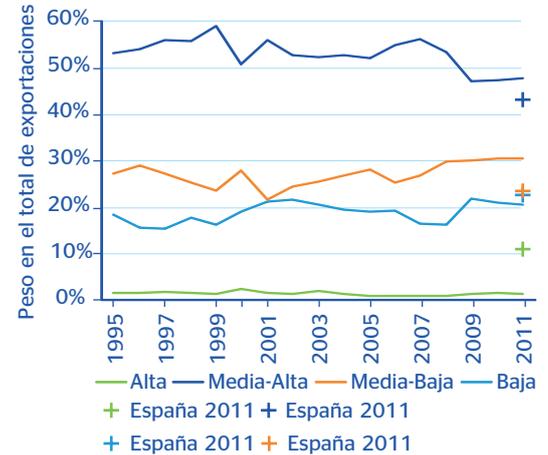
4: Brasil, China, Corea, India, Indonesia, México, Taiwán, Turquía, Rusia

Gráfico 11  
**Cuota % exportaciones a UE-5 y EAGLEs**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 12  
**Distribución de las exportaciones de Cantabria en función del contenido tecnológico de los productos (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Desde un punto de vista más estructural, la posición de Cantabria es también relativamente ventajosa. Así, tanto la dotación de infraestructuras como la de capital humano se sitúan ligeramente por encima de la media, mientras que en lo referente a la libertad de actuación de las empresas y al esfuerzo de I+D, la posición está en torno a la media. Los datos referentes a este último factor, con todo, son relativamente engañosos. Dado que el esfuerzo en I+D se concentra normalmente en las grandes sedes empresariales, y que éstas se ubican mayoritariamente en Madrid y Cataluña, estas comunidades concentran más del 50% del esfuerzo de I+D, dificultando el posicionamiento de las demás. Así pues, la posición de Cantabria puede considerarse razonablemente positiva.

## Pero la mejor posición relativa de Cantabria no se traduce en un comportamiento diferencial durante la crisis

Cuadro 1  
Mapa de indicadores de riesgo por Comunidades Autónomas

	PVAS	MAD	NAV	ARA	CANT	RIO	CYL	GAL	CAT	AST	CANA	CLM	VAL	MUR	BAL	AND	EXT
Indicador sintético de corto plazo	1	0	1	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	3
Inversión residencial (stock no vendido / parque de vivienda)	1	1	1	2	1	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	0
Precios Vivienda (a/a real)	3	1	2	0	2	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	1	3
Diversificación sectorial exterior	2	2	2	2	2	0	2	1	2	2	2	2	1	2	2	1	2
Apalancamiento en el sector privado	1	1	2	1	1	1	1	1	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Tasa de desempleo	0	1	1	1	1	2	1	1	2	2	3	2	2	2	2	3	2
Deuda autonómica (% PIB)	1	1	2	2	1	2	1	2	3	1	1	2	3	2	2	1	2
PIB per cápita relativo	0	1	0	1	2	1	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	3
Apertura comercial (bienes y turismo)	1	2	0	2	2	2	2	1	1	2	1	2	2	1	1	2	3
Tasa de ahorro de los hogares	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	0	2	2	3	2	2
Índice de libertad económica	1	0	1	2	2	1	1	2	2	2	1	2	2	2	1	3	3
Capital humano	0	0	1	1	1	2	2	2	2	1	2	3	2	2	2	2	3
I+D / PIB	0	0	0	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	3	2	2
Infraestructuras / PET	1	2	1	1	1	2	1	2	2	1	2	2	2	3	3	3	2
Indicador global	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,4

(\*) Un valor mayor (o un color más claro) indican un mayor nivel de riesgo. 3 señala que el valor se encuentra por encima de 1,5 desviaciones típicas frente a la media española. 2 y 1 señalan que el valor se encuentran entre 0 y 0,75 desviaciones típicas por encima o por debajo de la media española. 0 implica que el valor de la variable se encuentra más de 1,5 desviaciones típicas por debajo de la media española. Para el PIB per cápita relativo, la apertura comercial y la tasa de ahorro los valores están invertidos. Los indicadores globales se computan por promedio de los indicadores parciales.

Fuente: BBVA Research

Pese a que los factores de fondo deberían favorecer a la economía cántabra, los resultados en el corto plazo no muestran la existencia de un diferencial positivo. Así, en 2011, de acuerdo con la información publicada por la contabilidad regional, la economía cántabra experimentó un crecimiento del 0,7%, idéntico a la media española. De hecho, a lo largo de la crisis, la economía cántabra ha experimentado una evolución prácticamente idéntica a la del conjunto de España y las previsiones indican que tampoco se observarán diferencias sustanciales este año ni el que viene. Si la base proporcionada por los factores de índole más estructural es mejor, ¿qué factores explican que la economía cántabra no logre un comportamiento diferencial?

Gráfico 13  
PIB de Cantabria y España (a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Contabilidad Regional de España, INE

Analizando la estructura productiva cántabra pueden detectarse algunos de los factores que contribuyen a este comportamiento. La economía de esta región está más volcada hacia el sector industrial (pesa casi 4 p.p. más que en el conjunto), y algo más en construcción (casi un punto y medio, dos puntos en el sector inmobiliario), en detrimento del sector servicios (2 puntos y medio menos en comercio, y dos puntos en actividades profesionales). La industria, y en particular la manufacturera, fue la responsable del crecimiento cántabro en 2011. El sector logró un mayor dinamismo que en el conjunto de España, apoyado en la ligera mejoría del comportamiento europeo. Algo que, de acuerdo con las previsiones, no está sucediendo en 2012, lo que se traduce en un ligero freno de este sector, que debería verse reducido en la medida que consiga desplazar las ventas hacia las zonas de mayor crecimiento mundial.

Los sectores de servicios, en cambio, mostraron un comportamiento menos dinámico en 2011, limitados por la debilidad de la demanda interna de unas familias que vieron cómo su renta no se incrementaba, con el desempleo en aumento y el apalancamiento reduciéndose todavía muy lentamente, y empresas que se ven constreñidas tanto por el bajo crecimiento o la caída de las ventas como por el acceso al crédito.

Cuadro 2

**Crecimiento del PIB de Cantabria en 2011**

	Crecimiento en 2011 (%)	Peso en el PIB de 2011 (%)	Contribución al crecimiento en 2011 (p.p)	Diferenciales con España	
				Crecimiento en 2011 (%)	Peso en el PIB de 2011 (%)
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	0,3	2,1	0,0	-0,3	-0,3
Industria	4,0	19,3	0,8	2,1	3,8
- De la que: Industria manufacturera	5,4	16,3	0,9	3,0	3,9
Construcción	-2,6	12,0	-0,3	1,2	1,4
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas; transporte y almacenamiento; hostelería	-0,5	20,0	-0,1	-2,0	-2,6
Información y comunicaciones	1,8	2,1	0,0	1,1	-1,4
Actividades financieras y de seguros	-0,8	3,0	0,0	0,2	-0,7
Actividades inmobiliarias	0,4	9,0	0,0	-0,7	2,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares	3,2	4,8	0,2	0,6	-2,1
Administración pública y defensa; seguridad social obligatoria; educación; actividades sanitarias y de servicios sociales	0,7	15,8	0,1	-0,3	-0,7
Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; reparación de artículos de uso doméstico y otros servicios	-2,1	3,7	-0,1	-0,2	0,6
Valor añadido bruto total	0,6	91,9	0,5	0,0	0,0
Impuestos netos sobre los productos	1,7	8,1	0,1	0,0	0,0
Producto interior bruto a precios de mercado	0,7	100,0	0,8	0,0	

Fuente: BBVA Research a partir de INE, Contabilidad Regional

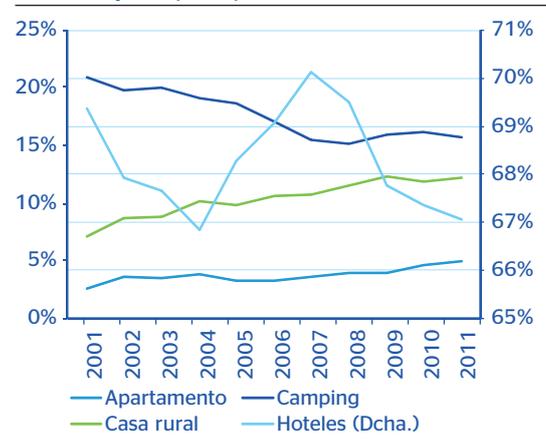
Además, y como sucedió en el norte de España, Cantabria quedó excluida del otro foco de crecimiento relevante en 2011, que explica en buena parte el diferencial de crecimiento regional: el turismo exterior. Como en la mayoría de regiones del norte, el turismo, es una actividad de peso relativamente bajo en Cantabria, en la que la importancia de la demanda nacional, fuertemente castigada, es comparativamente elevada. Efectivamente, el turismo exterior casi compensó la caída del interior proveniente del conjunto de España, donde los pesos son prácticamente equilibrados. Sin embargo, en Asturias y Cantabria, el peso de los turistas extranjeros es bajo, mientras que el grueso de la demanda (más del 80% de los visitantes de hoteles) proviene del resto del territorio nacional. Aunque se han hecho esfuerzos para incrementar el flujo turístico, en particular mediante el apoyo al turismo rural, la relevancia de los establecimientos no hoteleros todavía es baja (véase el Gráfico 14), por lo que por ahora, la reactivación de la actividad del sector depende del papel de los hoteleros como captadores de nuevos mercados.

Cuadro 3  
**Entradas de viajeros en el territorio**

	CANT	PVAS	AST	ESP
<b>Crecimiento en 2011 (a/a,%)</b>				
Total	-0,7	8,7	2,7	4,2
Residentes en España	-1,0	8,5	1,6	-0,9
Extranjeros	0,5	9,2	11,1	10,9
<b>Crecimiento en el 1r semestre de 2012 (a/a,%)</b>				
Total	-5,6	0,7	-8,1	-1,8
Residentes en España	-6,2	-2,1	-8,3	-4,6
Extranjeros	-2,9	6,3	-6,2	1,4
<b>Peso en 2011</b>				
Extranjeros	18,0	33,4	12,7	46,3
Residentes en España	82,0	66,6	87,3	53,7

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 14  
**Cantabria: distribución de los viajeros por tipo de establecimiento**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El débil comportamiento señalado del sector exterior no fue óbice para que, durante 2011, fuera éste el que actuara de motor de la economía (incluso sin disponer del refuerzo del sector turístico), ante la debilidad de la demanda interna, permitiendo que se lograra un crecimiento similar a la media. En 2012, los datos continúan mostrando comportamientos dispares, con un índice de producción industrial que, hasta la fecha, evoluciona ligeramente mejor que en el conjunto de España, pese a que las exportaciones reales reflejan una dinámica ligeramente más negativa. El comportamiento también es peor en lo referente a las variables turísticas, por su ya comentada dependencia de la demanda nacional y el deterioro observado en la economía española. Con todo, el indicador de actividad en servicios muestra una corrección que es similar a la media, lo que no es suficiente para compensar al efecto negativo de la industria en términos de mercado laboral que evoluciona ligeramente peor.

Cuadro 4

## Principales indicadores de coyuntura de la economía cántabra

%	2011		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, cve)		
	Cantabria	España	Cantabria	España	Cantabria	España	Último mes
Importaciones	-0,2%	8,7%	-12,7%	-0,5%	-3,2%	0,9%	jul-12
Exportaciones Reales	15,9%	8,3%	-1,0%	-2,9%	23,3%	0,7%	jul-12
Afiliación a la SS	-1,6%	-1,5%	-3,3%	-13,2%	-0,2%	-0,2%	ago-12
Paro Registrado	8,4%	4,8%	15,0%	10,9%	0,8%	1,0%	ago-12
IASS	-1,6%	-1,1%	-4,8%	-5,2%	-0,5%	0,0%	jul-12
Ventas Minoristas	-6,0%	-5,8%	-6,6%	-5,6%	14,9%	-0,4%	jul-12
Matriculaciones	-24,2%	-18,7%	-12,5%	-10,2%	26,7%	21,3%	ago-12
Visados de Viviendas	-42,0%	-14,6%	-59,4%	-35,9%	-0,1%	-2,3%	may-12
IPI	4,6%	-1,8%	1,4%	-5,8%	0,9%	-0,5%	jul-12
Pernoctaciones	-4,7%	7,3%	-3,6%	-1,5%	1,8%	0,0%	ago-12
Viajeros	-0,2%	4,2%	-3,1%	-2,1%	-0,3%	0,0%	ago-12
Confianza del consumidor		7,50		-4,90		-25,1	jun-12
Pedidos Industriales	-3,7		-3,1		-50,9		ago-12

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

Para el seguimiento de la economía cántabra, BBVA Research dispone de dos indicadores: por un lado, el Modelo de Indicadores Coincidentes y Adelantados MICA-BBVA de Cantabria, y por el otro, el Indicador de Actividad (IA). Las diferencias entre ambos radican tanto en la metodología como en los indicadores empleados por cada uno de ellos. En el caso del MICA-BBVA Cantabria lo que se persigue es obtener previsiones del crecimiento del PIB estimado por la Contabilidad Regional (CRE) publicada por el INE y, al mismo tiempo, de la Contabilidad Regional Trimestral (CRT) publicada por el Instituto de Estadística Regional, en este caso, el ICANE. Para ello, se utiliza un modelo factorial dinámico. El IA-BBVA Cantabria, por su parte, persigue captar una eventual evolución mensual del PIB regional utilizando la señal de indicadores mensuales extraída a partir de un modelo de componentes principales y permite la extracción de una señal más térmica del comportamiento de la economía.

Los indicadores utilizados en ambos modelos también son distintos: El MICA-BBVA Cantabria se estima a partir de una serie de indicadores económicos seleccionados en función de su correlación con el PIB anual disponible en la CRE. Estos indicadores son básicamente la Afiliación a la Seguridad Social, el Índice de Producción Industrial, las Exportaciones brutas, los Viajeros y las Pernoctaciones, además de la CRT y de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNT). El IA-BBVA Cantabria, por su parte extrae una señal a partir de los principales indicadores regionales de coyuntura: Afiliación a la Seguridad Social, Paro Registrado, Exportaciones Reales, Importaciones, Índice de Producción Industrial, Viajeros, Pernoctaciones, Visados de Vivienda y Confianza del Consumidor de España.

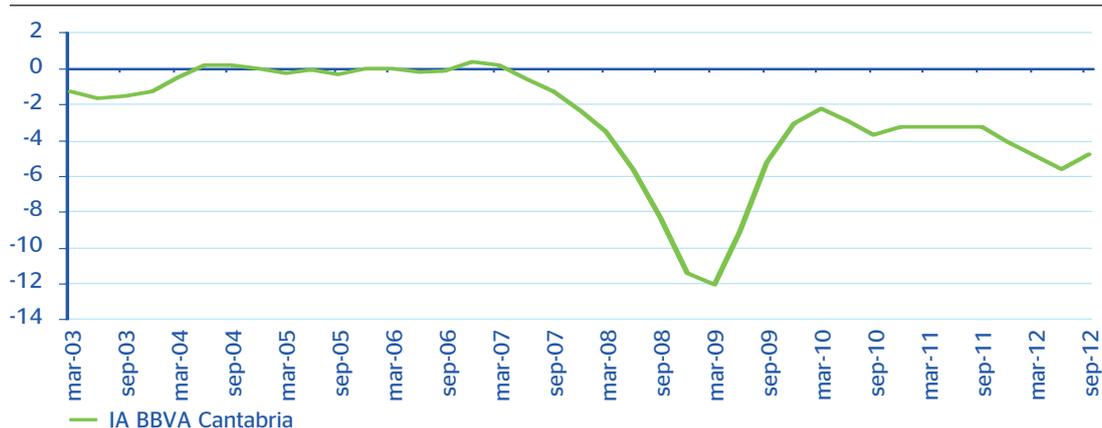
De acuerdo con el IA-BBVA, la economía cántabra volvió a agudizar la crisis en el segundo trimestre de 2012, pero dicha situación no habría empeorado sustancialmente en el tercer trimestre, aunque podría anticiparse un comportamiento todavía negativo, como se puede observar en el Gráfico 15.

Así, las previsiones de BBVA Research, tanto para el tercer trimestre como para lo que queda de año, señalan la continuación del freno de la economía. Efectivamente, el mantenimiento de las tensiones financieras y de las dificultades de acceso al crédito del sector público y privado, la necesidad de redoblar el esfuerzo de consolidación fiscal y las dudas sobre los mercados exteriores, anticipan que tanto la economía española como la cántabra volverán a sufrir una corrección en su nivel de actividad. En 2012, la caída de Cantabria podría ser una décima menor que la experimentada por España, pero en 2013, y dado que nuevamente, el único factor de apoyo será el sector exterior, Cantabria juega todavía con algo de desventaja. Así, la corrección

podría suponer una disminución del PIB del -1,6%, dos décimas por debajo de la media española, lo que supone que, en el conjunto del bienio 2012-2013, Cantabria evolucionará de un modo muy similar al conjunto de España.

Gráfico 15

### Indicador de actividad IA-BBVA Cantabria



Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales y regionales

Cuadro 5

### Crecimiento del PIB

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

Fuente: INE y BBVA Research

## Estructura productiva y determinantes del crecimiento de Cantabria en el medio y largo plazo: retos de mayor magnitud

Más allá del comportamiento a corto y medio plazo de una economía, lo que interesa analizar es la evolución del bienestar de los ciudadanos, y uno de los factores que ayuda a medirlo es el PIB per cápita. A medio y largo plazo, y más allá de los impactos coyunturales analizados en secciones anteriores, el PIB per cápita depende de una serie de determinantes que pueden analizarse a través de una descomposición sencilla de la ratio PIB/POB en una serie de componentes. Así,

el PIB per cápita puede entenderse como el producto de la productividad (PIB por ocupado), la tasa de empleo (ocupados sobre población activa), la tasa de actividad (población activa sobre población en edad de trabajar) y un factor demográfico (población en edad de trabajar sobre la población total). Expresado de otro modo,

$$\frac{PIB}{POB} = \frac{PIB}{OCU} * \frac{OCU}{ACT} * \frac{ACT}{PET} * \frac{PET}{POB}$$

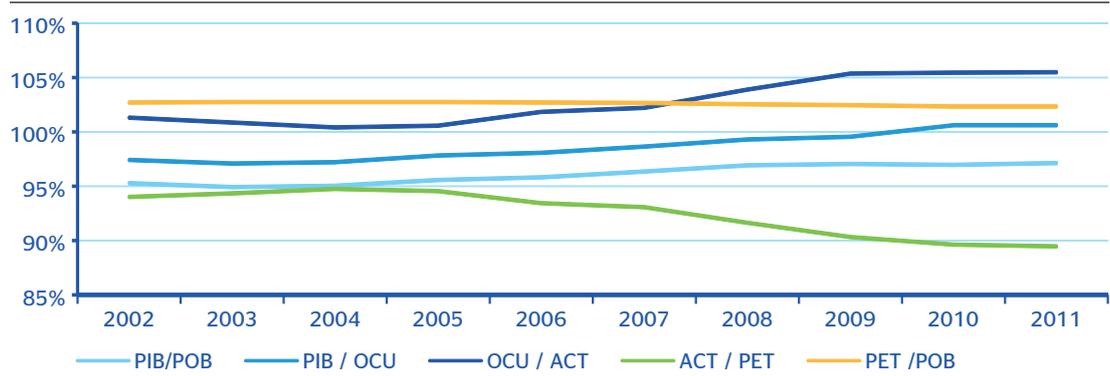
De acuerdo con esta descomposición, en el Gráfico 16 se observa que en los últimos quince años, el PIB per cápita relativo de Cantabria ha mejorado muy ligeramente (tomando un índice con valor 100 para España, Cantabria ha pasado de 93 a 97). Dicho avance es paralelo al que se ha producido en términos de PIB por ocupado, si bien en los años de la crisis, el diferencial entre la producción por ocupado y por habitante se ha ampliado y la productividad se ha situado por encima de la media. El comportamiento divergente importante respecto de la media, en cambio, se observa en la evolución de los dos ratios que reflejan el comportamiento del mercado laboral. En primer lugar, la tasa de empleo muestra una evolución favorable para la comunidad cántabra en particular a partir del año 2005 y hasta bien entrada la crisis, que se contrarresta con un comportamiento desfavorable de la tasa de actividad. La menor inmigración, en particular en la parte inicial del periodo de expansión, supuso un menor incremento de la tasa de actividad que facilita, a su vez, el mejor comportamiento de la tasa de empleo. O visto desde el punto de vista inverso, una menor tasa de paro.

En la etapa de la crisis, además, la menor exposición al sector inmobiliario podría haber apoyado también un comportamiento menos desfavorable del mercado laboral en esta región.

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.

Gráfico 16

**Descomposición del PIB per cápita de Cantabria. España = 100**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La forma de analizar este cambio necesario de la economía cántabra desde un punto fundamental es observar cuales son las dotaciones de factores determinantes para que la población en condiciones de trabajar pueda producir. Medimos, por tanto, el PIB por población relativo a la población en edad de trabajar (entre 16 y 64 años), y se pone en relación con los factores determinantes para el mismo. Para ello, se han tomado en cuenta los cuatro factores expresados como de "largo plazo" en el Cuadro 3 (en la página 8 de este Observatorio): el nivel de capital humano, aproximado por el porcentaje de población con al menos educación secundaria; el esfuerzo en I+D sobre el PIB; el volumen de infraestructuras en relación con la población en edad

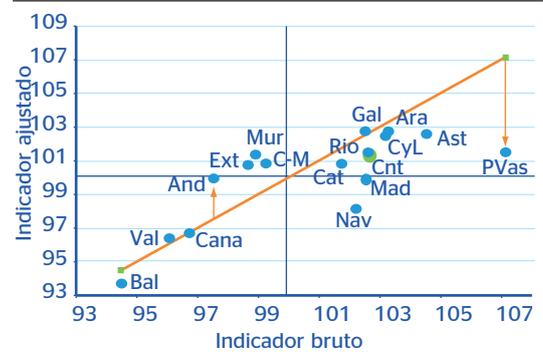
de trabajar, como medida de la dotación de capital público disponible, y el Índice de Libertad Económica, que mide la cantidad de regulaciones (y por tanto, dificultades para el crecimiento), existentes en una economía. Como se puede observar, las dotaciones de factores de las que dispone la economía cántabra son, en líneas generales, similares a las que disfruta el conjunto de la economía española, lo que explica que el output obtenido por esta economía esté en línea con la media nacional. Lograr un avance relativo depende, por tanto, de una mejora en la dotación de estos factores. Dadas las dificultades para mejorar en el stock de infraestructuras, dependiente de una financiación cuyo acceso será difícil en los próximos años, el avance debería producirse a través de aquellos factores que dependen en menor medida de la capacidad financiera, esto es, la mejora de las libertades económicas, buscando la mayor flexibilidad de actuación de las empresas, y la mejora del capital humano, en particular en los niveles educativos.

Gráfico 17  
**PIB y stock de capital humano**



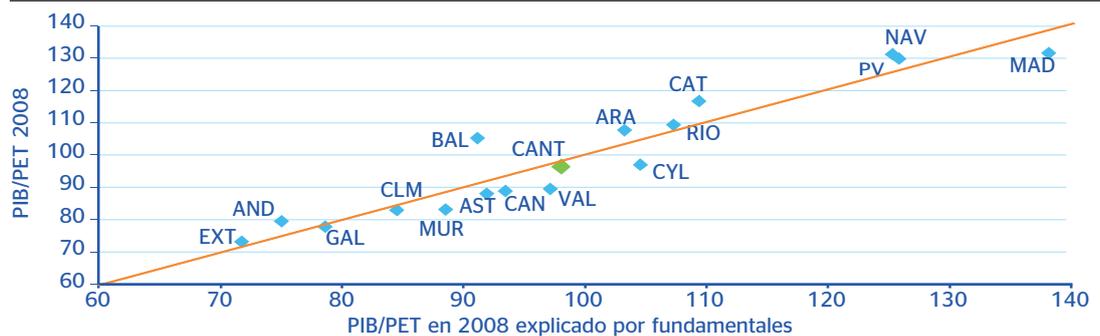
Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

Gráfico 18  
**Indicador global de desempeño, bruto y ajustado, del sistema educativo**



Fuente: BBVA Research y Angel de la Fuente

Gráfico 19  
**PIB por persona en edad de trabajar**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

## Recuadro 1. Encuesta de actividad económica BBVA en Cantabria en el 2º Trimestre de 2012: mejora coyuntural

Desde el segundo trimestre de 2010, BBVA Research amplió a la comunidad cántabra uno de sus proyectos más relevantes de análisis regional: la realización de encuestas a empleados seleccionados de la red de oficinas de BBVA. En particular, la Encuesta de Actividad Económica busca dotar al análisis coyuntural de la región de una herramienta actual y recurrente sobre la evolución reciente de la economía y sus perspectivas en el corto plazo. La encuesta está desarrollada como una encuesta de clima empresarial, en la que se tienen respuestas del tipo “mejora / se mantiene / empeora” para el conjunto de variables, y de ellas se obtienen saldos de respuestas extremas.

Este instrumento permite obtener respuestas tempranas y cualificadas sobre el comportamiento en el entorno de influencia de cada una de las oficinas de BBVA, que por agregación permiten obtener un indicador del comportamiento del área de interés. En el caso de Cantabria, dado que solamente se dispone de 9 trimestres de información, las series son todavía cortas para proceder a tratamiento de desestacionalización de los datos y, por tanto, debe tenerse en cuenta que la información que se presenta se corresponde con los datos brutos.

La rapidez con la que se puede elaborar la encuesta y el historial de la misma en otras comunidades autónomas en las que ya lleva más años funcionando (desde 2008 en Andalucía y Extremadura, y más de 20 años en Cataluña) permiten comprobar que la encuesta se comporta como un buen predictor del PIB (en este caso, en datos brutos, a la espera de poder realizar una comparación con datos desestacionalizados cuando exista una muestra suficiente) y además le aventaja en rapidez en la obtención de los datos (en torno a 3 semanas después del cierre del trimestre se puede disponer de resultados sustancialmente más rápido que la publicación de los datos referentes al crecimiento del PIB). Esta oleada de la encuesta se realizó en las dos primeras semanas de julio.

En el segundo trimestre de 2012, los resultados de la encuesta de actividad económica en Cantabria muestran una mejora considerable en relación al trimestre anterior, aunque los resultados estarían señalando una posición negativa (ver Gráfico 16 y Cuadro 6). La perspectiva sobre el próximo trimestre (es decir, el 3T12), también es mejor que la que se observaba en la oleada anterior de la encuesta, si bien nuevamente los resultados se mantienen dentro de la negatividad.

No obstante, los resultados también muestran otro resultado relevante. Si bien las perspectivas para el 3T eran similares a las señaladas hace un año, la actividad se habría comportado, de acuerdo con la encuesta, peor que en el 2T11, al igual que habría sucedido en el primer trimestre del año. Ello da muestras, por tanto, de la estacionalidad reflejada por los datos, pero también de que la evolución de la economía está siendo (y podría continuar siendo, a tenor de las encuestas) ligeramente peor de la mostrada hace un año, pero mejor que la experimentada en 2010.

Dada la fecha en la que se realizó la encuesta (primeros de julio), los resultados no toman en cuenta cambios que se han producido con posterioridad, como el anuncio de rescate a la banca española o el aumento de la imposición indirecta, que podrían haber afectado negativamente a esta visión.

Entrando en el detalle de los indicadores incluidos en la encuesta, se observa que todos muestran un sentimiento negativo durante el segundo trimestre del año, aunque menor que en el trimestre anterior. La única excepción es la visión sobre el comportamiento de las exportaciones, donde predomina una visión de estabilidad, con visiones al alza y a la baja entorno al 20% de los encuestados. Pero este dato contrasta con la evolución del conjunto de las ventas, de la que hay una visión fuertemente negativa. En este caso, y como se plantea en el resto de la revista, este dato sería consistente con la evolución de la demanda interna cántabra y española.

Así, más allá de los malos registros del sector constructor (tanto en empleo como en nueva construcción), la visión de los encuestados es relativamente negativa respecto a la actividad industrial. Todas estas señales ofrecidas por la encuesta concuerdan, en líneas generales, con las señales ofrecidas por los indicadores de cada uno de los sectores (ver Cuadro 4 en esta misma revista).

Las perspectivas para el próximo trimestre, aunque menos que en el trimestre precedente, continúan siendo negativas (como saldo de respuestas extremas han pasado del 30% al 20% de los encuestados, si bien es probable que se trate de una mejora coyuntural), como señal de que el ajuste continuará en próximos trimestres. Nuestro escenario (elaborado con posterioridad a la realización de esta encuesta), es más negativo para el tercer trimestre, como consecuencia del proceso de ajuste en el que se encuentra inmersa la economía doméstica, y en particular por el impacto que pudiera tener la consolidación fiscal.

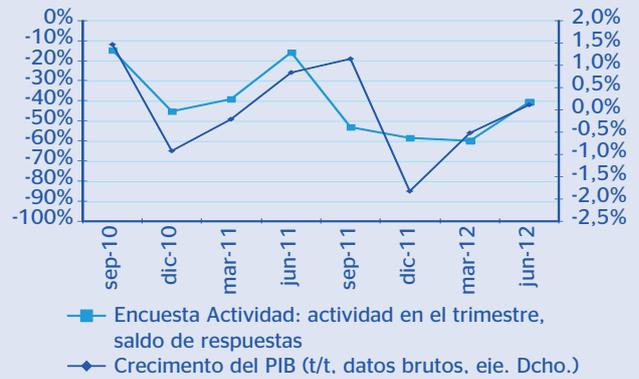
CANTABRIA: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos de respuestas extremas (%)

Gráfico 20  
Cantabria: actividad económica y expectativas



Fuente: BBVA

Gráfico 21  
Cantabria: actividad y PIB de Cantabria (t/t, datos brutos)



Fuente: ICANE y BBVA

Cuadro 6  
Encuesta de Actividad Económica. Resultados generales de Cantabria

(% de respuestas)	FECHA: jun-12			Saldo(*)
	Aumenta	Estable	Baja	
Actividad Económica	7	45	48	-41
Perspectiva para el próximo trimestre	18	45	38	-20
Producción industrial	0	39	61	-61
Cartera de pedidos	8	29	63	-54
Nivel de estocs	0	73	27	-27
Inversión en el sector primario	0	60	40	-40
Inversión industrial	0	52	48	-48
Inversión en servicios	7	36	56	-49
Nueva construcción	4	20	76	-72
Empleo industrial	0	29	71	-71
Empleo en servicios	15	33	52	-38
Empleo en construcción	2	27	71	-69
Precios	18	68	15	3
Ventas	5	29	66	-60
Turismo	16	48	36	-21
Exportaciones	21	59	20	1

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

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

## 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

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

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

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

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

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

**Myriam Montañez**  
 +34 954 24 74 8  
 miriam.montanez@bbva.com

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

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

**Ángel Gavilán**  
 +34 91 374 52 62  
 angel.gavilan@bbva.com

**Mercedes Nogal**  
 +34 91 807 51 44  
 mmercedes.nogal@bbva.com

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

**Xavier Callol**  
 +34 91 374 75 28  
 xavier.callol@bbva.com

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

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

Coordinación Latam

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

Argentina

**Gloria Sorensen**  
 gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**  
 apuente@grupobbva.cl

Colombia

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

Perú

**Hugo Perea**  
 hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**  
 oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**  
 a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

#### *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

#### *Sistemas Financieros y Regulación:*

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

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
 arubiog@bbva.com

Pensiones

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

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
 maria.abascal@bbva.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

#### *Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
 ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
 ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
 Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y  
 Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
 luisen.rodriguez@grupobbva.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