

Situación España

Tercer trimestre de 2015

Unidad de España

- La recuperación alcanzó su velocidad punta en el primer semestre apoyada en políticas expansivas y vientos de cola
- La probabilidad de que el crecimiento se desacelere en el segundo semestre ha aumentado, si bien la ralentización será transitoria
- La creación de empleo superará el millón de empleos entre 2015 y 2016, pero todavía queda un largo camino por recorrer
- El riesgo de entrar en deflación se ha disipado gracias a las medidas del BCE y a la mejora de la demanda interna
- Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas, clave para contener el coste de financiación de la economía

Índice

1 Editorial	3
2 Moderación del crecimiento mundial, más acusada en las economías emergentes	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía española	7
4 Cuadros	26

Fecha de cierre: 31 de julio de 2015

1 Editorial

El balance de los datos más recientes, el cambio en el entorno exterior y los anuncios de política económica permiten revisar marginalmente al alza la previsión de crecimiento del PIB de España para 2015 hasta el 3,2% y mantener la de 2016 en el 2,7%. En particular, la economía española continúa mostrando elevadas tasas de crecimiento, que en términos anualizados, se sitúan alrededor del 4%. Sin embargo, las cifras de gasto que se van conociendo apuntan ya a una desaceleración que se espera se consolide durante el segundo semestre del año, en línea con el escenario presentado hace tres meses. En todo caso, y por el momento, dicha desaceleración está siendo de menor intensidad de lo que se preveía. Hacia delante, la mayor incertidumbre asociada al panorama internacional podría reducir el impacto positivo de la política monetaria en España, o ralentizar el crecimiento de las exportaciones. En todo caso, estos vientos de cara serían compensados en parte por una política fiscal que está siendo algo más expansiva de lo esperado y por una mayor caída del precio del petróleo. Por último, se advierten riesgos a este escenario, asociados a un mayor deterioro de la actividad global, a un incumplimiento significativo del objetivo de déficit por parte de las AA. PP. y a un calendario electoral que podría generar incertidumbre sobre las políticas públicas a implementar.

El crecimiento se mantiene en niveles elevados, aunque, como se esperaba, ya se percibe un cambio de tendencia. Durante los dos primeros trimestres del año, la economía creció un 0,9% y un 1,0% t/t respectivamente, en línea con las previsiones de BBVA Research. Detrás de esta dinámica se encuentra la demanda interna, que continúa explicando la mayor parte de la recuperación, mientras que las exportaciones de bienes mostraron un repunte que podría estar reflejando el impacto de los distintos vientos de cola que han favorecido la mejora de la competitividad de las empresas españolas. Hacia delante, los datos disponibles a fecha de cierre de esta publicación permiten prever que el crecimiento del PIB podría ser algo menor durante el tercer trimestre del año (0,7%), lo que sugiere que la economía habría alcanzado su velocidad punta de crecimiento en el segundo trimestre. En todo caso, estos niveles de crecimiento son mayores de los que se estimaban hace tres meses, lo que explica la revisión al alza sobre las previsiones de crecimiento de 2015.

Las causas de la moderada desaceleración que se espera para los próximos trimestres serían varias. Por un lado, los datos de empleo confirman que la aportación al crecimiento de la ocupación por parte de los servicios públicos fue elevada durante la primera mitad del año. Las mismas cifras muestran que su importancia durante los próximos meses será menor, lo que se reflejaría tanto en la creación de empleo como en el gasto de los hogares. Por otro lado, la inversión en maquinaria y equipo registra tasas de crecimiento algo por debajo de lo que se preveía hace seis meses. Dicha desaceleración puede deberse al agotamiento de algunos factores cíclicos que han explicado el aumento del gasto durante los últimos trimestres, a una economía global que ha limitado el crecimiento de las exportaciones, o a la incertidumbre derivada del entorno político doméstico sin que pueda determinarse todavía qué factor ha pesado más. Asimismo, la recuperación de la oferta de vivienda está siendo algo más lenta de lo previsto, incluso tomando en cuenta los grandes desequilibrios que se acumularon durante la crisis.

Aunque la economía continuará disfrutando de “vientos de cola” que apoyarán el crecimiento, distintos factores podrían limitar su fuerza. La revisión a la baja de las tasas de crecimiento de las economías emergentes (mirando con especial preocupación lo que sucede en China), y de las desarrolladas (la UEM y EE. UU. en particular), podría afectar negativamente a la demanda de bienes y servicios españoles durante los próximos meses. Más aún, la posibilidad de que esta menor actividad a nivel mundial obligue a retrasar las subidas de tipos en varias economías (especialmente, en EE.UU.) ha limitado las expectativas de depreciación del euro frente a otras monedas. Asimismo, la tensión de las

negociaciones entre Grecia y el resto de la UEM ha supuesto un aumento moderado de la prima de riesgo que paga la economía española. Estos dos últimos factores establecen un suelo más elevado para las ganancias de competitividad que se esperaba pudieran disfrutar las empresas nacionales.

Este menor impulso podría verse parcialmente compensado por algunos cambios estructurales que se observan en la economía mundial por las innovaciones anunciadas en materia de política económica. Por un lado, se percibe que la mayor parte de la disminución en el precio del petróleo se debe a incrementos en la oferta, relacionados, en esta ocasión, con una menor incertidumbre política (v. g., los acuerdos alcanzados con Irán). Tradicionalmente este tipo de choques tienen un impacto positivo sobre la economía española, al suponer una transferencia de recursos desde los países productores hacia los importadores y al no estar asociados con un descenso en la demanda mundial que reduciría las perspectivas de crecimiento del comercio internacional. Por otro lado, el anuncio realizado por el Gobierno de adelantar a julio de este año la disminución de la tarifa del IRPF que se tenía prevista para el inicio del siguiente, aumentará la renta disponible de las familias, lo que contribuirá menos de una décima al crecimiento del PIB.

Algunos riesgos, en particular el de entrar en un proceso deflacionario, han reducido su probabilidad de ocurrencia de forma considerable. Distintas medidas de inflación tendencial apuntan a un cambio en el proceso de formación de precios, tanto en la UEM como en España. Más aún, las mayores expectativas de inflación parecen no haber afectado de forma significativa el proceso de ganancias de competitividad frente al resto de socios europeos, ya que se prevé que la inflación subyacente en España continúe siendo inferior a la de la UEM. En estos momentos, no está claro cuál es el factor que explica en mayor proporción el cambio de tendencia: si el repunte de la demanda interna, la depreciación del tipo de cambio o el impacto en las expectativas como consecuencia de la política implementada por el BCE. En todo caso, la tendencia de la inflación continúa en niveles relativamente bajos, por lo que no se espera un cambio a corto plazo en las políticas del BCE.

Sin embargo, la probabilidad de ocurrencia de otros riesgos se ha incrementado y podrían llegar a interactuar con otros, potenciando escenarios negativos para la economía española. En particular, la ejecución presupuestaria de las AA. PP. en los primeros cinco meses del año es inconsistente con alcanzar el objetivo de déficit del 4,2% del PIB a finales de 2015. Así, se prevé que en ausencia de medidas adicionales, el desequilibrio en las cuentas públicas se sitúe en el 4,5% del PIB en el acumulado anual. Como se estima en esta publicación, el impacto de la recuperación económica habría llevado al déficit a niveles alrededor del 4,0% del PIB. Esto significa que, si la desviación finalmente se materializa, se habrían tomado medidas discrecionales de carácter expansivo por alrededor de medio punto del PIB, a pesar de que aún queda por delante un ambicioso proceso de reducción del déficit y de la deuda de las AA. PP. Aunque la potencial desviación no parece todavía importante, hay que recordar que uno de los principales activos de la economía española durante los últimos años ha sido su capacidad de reducir el déficit público. **Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas** y, por lo tanto, la confianza de las instituciones europeas, **es clave para contener el coste de financiación** de una economía excesivamente endeudada con el exterior. Si a esta incertidumbre sobre la política fiscal se añaden las dudas que pudieran surgir sobre el resto de las medidas que se implementarán durante los siguientes años, la vulnerabilidad de la economía española se incrementaría considerablemente. Dichas dudas se pueden acrecentar ante las citas electorales que se producirán durante los siguientes meses. Por lo tanto, es indispensable que se aprovechen estos últimos meses de legislatura para tomar las medidas necesarias que garanticen el cumplimiento de la meta de déficit y continuar con las reformas que hagan que el proceso de consolidación fiscal sea más virtuoso y menos doloroso.

2 Moderación del crecimiento mundial, más acusada en las economías emergentes¹

La economía global crece a un ritmo algo más bajo de lo previsto hace tres meses. Los países emergentes se desaceleran por quinto año consecutivo, coincidiendo con la ralentización del crecimiento chino y del precio de las materias primas. Sin embargo, los desarrollados mantienen expectativas favorables y en 2015 registrarán su mayor tasa de crecimiento desde 2010 apoyados en la política monetaria de los bancos centrales, el menor endeudamiento privado y la moderación de los precios del petróleo. En el escenario más probable, el PIB mundial volverá a crecer el 3,4% en 2015 (una décima menos que el previsto en mayo) y se acelerará hasta el 3,8% en 2016.

Entre las economías emergentes, China ha centrado la atención en el último trimestre con motivo de la fuerte corrección de su mercado bursátil y el potencial impacto que ello puede tener tanto sobre el ciclo económico interno como sobre la estabilidad financiera y el crecimiento globales. Por el momento, el primer semestre del año se ha saldado con un incremento interanual del PIB del 7% pero es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido a las tensiones financieras. En consecuencia, la actualización del escenario macroeconómico incluye una **revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6,7% y 6,2% respectivamente** (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de mayo).

Aunque las expectativas de crecimiento en las economías desarrolladas continúan siendo favorables, se revisan ligeramente a la baja. En Estados Unidos, el balance del primer semestre, peor de lo esperado, justifica una **previsión de crecimiento del 2,5% para el conjunto de 2015**, cuatro décimas inferior a la contemplada en mayo. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer el 2,8% en 2016.

El carácter transitorio atribuido a la desaceleración reciente de la actividad en la economía de EE.UU. continúa situando el primer aumento de los tipos de interés de referencia (*fed funds*) en septiembre. Si bien la senda de incrementos continuará condicionada por la solidez de la recuperación económica y de las expectativas de inflación, la necesidad de que se materialice el proceso de normalización monetaria justifica que sea 2015 el año en el que se produzca el primer aumento de tipos.

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con crecimientos trimestrales del orden del 0,4% en el primer semestre del año. La demanda doméstica, y en particular el consumo privado, soporta una mejora de la actividad que empieza a ser común en las principales economías. Al respecto, **la caída del precio del petróleo y los estímulos monetarios del BCE constituyen elementos de soporte claves para el crecimiento.** De hecho, la mejora de la demanda y el tamaño de las inyecciones de liquidez del BCE están reduciendo el riesgo deflacionista a tenor de la estabilización de los registros de inflación y el repunte de las expectativas de precios a medio plazo. Sin embargo, todavía habrá que esperar a 2017 para asistir a tasas de inflación cercanas al objetivo del 2%.

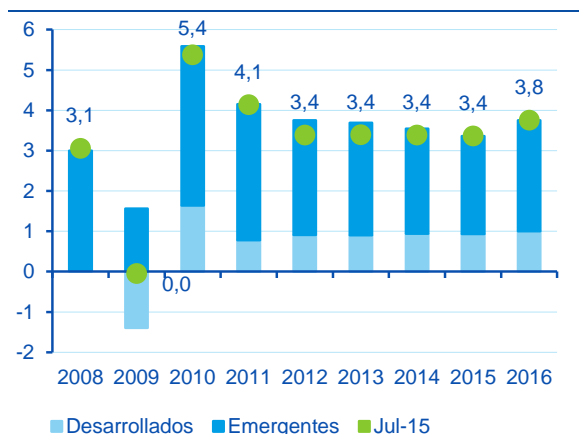
No obstante, el menor crecimiento global y la emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial, reducen ligeramente las expectativas de crecimiento para la UEM, hasta el 1,4% en 2015 y 1,9% en 2016 (una y tres décimas inferiores a las de mayo). **Al respecto, la recesión económica de Rusia y la desaceleración de China restarán dinamismo a las exportaciones** en un contexto en el que la

1: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al tercer trimestre de 2015, disponibles en: <https://goo.gl/zQ3LLI> y <https://goo.gl/BAknpO>

depreciación del euro puede ser más contenida de lo previsto a principios de año. Por otro lado, el aumento de las tensiones financieras asociado a la incertidumbre sobre la crisis griega podría terminar lastrando las decisiones de inversión, uno de los puntos pendientes del perfil de recuperación del conjunto de la eurozona.

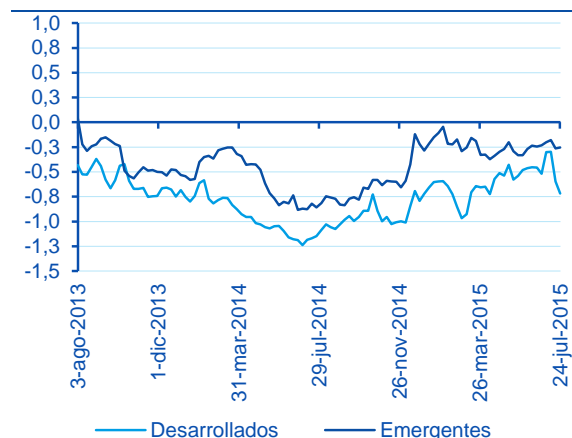
Además de lograr que la recuperación económica sea sólida, la eurozona enfrenta retos notables a medio plazo. Sin duda, el más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto del euro. Los cortafuegos monetarios, el proceso de unión bancaria y las reformas emprendidas en distintas economías del área, así como el fortalecimiento del ciclo económico, han reducido significativamente el contagio financiero de la crisis griega respecto al que se dio en 2010 y en 2012. Sin embargo, en ausencia de avances adicionales en la unión bancaria y de los mercados de capitales, sin planes que muestren la voluntad de ir hacia una mayor integración fiscal y sin una reformulación de los programas de rescate, el riesgo de escenarios disruptivos para el conjunto de la eurozona es elevado. Las discrepancias observadas en las negociaciones entre el gobierno griego y las Instituciones evidencian la necesidad de definir un marco de gestión de ayudas a países con problemas de sostenibilidad de la deuda que vayan más allá de la consolidación fiscal.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

En síntesis, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la **materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses** y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el **episodio de inestabilidad financiera en China** ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores en un contexto de liberalización financiera y de moderación tendencial del crecimiento, intensivo en el recurso al endeudamiento. El segundo, e igualmente relevante, es **la crisis griega** y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure el cumplimiento de los compromisos financieros en el corto plazo y, a largo plazo, la sostenibilidad de la deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico.

La combinación de ambos eventos, con la subida prevista de tipos de interés de la Fed, ha elevado las tensiones financieras a escala global, sobre todo, en la zona del euro y Asia. **Sin embargo, el mantenimiento de políticas monetarias laxas**, sobre todo tras la implementación del programa de compra de deuda pública del BCE -que se aplicará en su totalidad hasta septiembre de 2016- ha evitado un mayor tensionamiento financiero.

3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación es sólida pero se moderará en el corto plazo

La economía española cerró el primer semestre de 2015 con una aceleración de la recuperación emprendida hace dos años. A pesar de que el entorno no ha estado libre de riesgos², la mejora de la actividad se apoya en elementos tanto externos como internos. Entre los primeros, **los reducidos precios del petróleo, la mejora gradual de la demanda europea y, sobre todo, la política monetaria del BCE**, que propicia un contexto favorable de tipo de cambio del euro y de tipos de interés. Respecto a los segundos, la política fiscal está siendo algo más expansiva de lo inicialmente previsto tanto por el lado de los ingresos como de los gastos.

Hacia delante, los datos disponibles elevan la probabilidad de que durante los siguientes trimestres se produzca una desaceleración moderada del ritmo de crecimiento, habida cuenta del menor impulso que ejercerán algunos de los factores mencionados, de la incertidumbre derivada del entorno político doméstico y de algunos vientos de cara procedentes del exterior. Entre estos últimos destacan la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes, la posibilidad de que esta menor actividad obligue a retrasar las subidas de tipos de interés en varias economías (especialmente, en EE. UU.) y el aumento de las tensiones financieras durante las negociaciones entre Grecia y las Instituciones. Estos factores podrían dar lugar a una menor depreciación del tipo de cambio del euro que la anticipada hace tres meses, un menor crecimiento en la UEM y un aumento moderado de la prima de riesgo española que podrían restar dinamismo a los flujos comerciales y a la inversión productiva privada.

En todo caso, este cambio transitorio de velocidad está siendo más suave de lo que se preveía en mayo. En primer lugar, la mejora gradual del mercado laboral y la confianza se apoya, en parte, en elementos estructurales que seguirán impulsando la actividad en el medio plazo. En segundo lugar, el adelantamiento a julio de la rebaja del IRPF elevará la renta disponible y, por tanto, el consumo de las familias ya en 2015. En tercer lugar, el menor impulso de la demanda externa podría verse compensado por otros cambios estructurales en la economía mundial. En particular, se percibe un nuevo aumento en la oferta de petróleo -vinculado, en esta ocasión, a los acuerdos alcanzados con Irán- que motiva una revisión a la baja en los precios de la energía y, por tanto, suma a favor de las expectativas de crecimiento de la economía española.

En balance, los buenos datos de coyuntura del primer semestre, la política económica y el cambio en el entorno exterior **aconsejan revisar marginalmente al alza la previsión de crecimiento del PIB de España para 2015 hasta el 3,2% y mantener la de 2016 en el 2,7%**. Este ritmo de expansión podría dar lugar a una creación neta de empleo en torno al millón de puestos de trabajo al final del periodo, con una tasa de paro cercana al 20% a finales de 2016³.

2: Donde volvieron a destacar la desaceleración de las grandes áreas geográficas y la persistencia de la volatilidad financiera y de las tensiones geopolíticas.

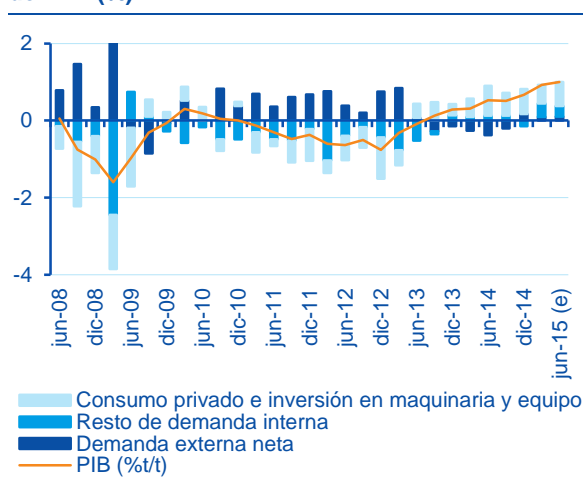
3: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,1% y la tasa de paro se situará en torno al 20,5% en 2016.

El repunte de la actividad al cierre del primer semestre da paso a una ligera desaceleración

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), indicó que **la economía española avanzó el 1,0% t/t en el 2T15⁴**, una décima más que en el 1T15. De confirmarse esta estimación, **la recuperación de la actividad habría cumplido dos años, que se saldarían con una aceleración del crecimiento interanual hasta el 3,1%**, el mayor desde finales de 2007. En lo que respecta a la composición, los indicadores parciales de coyuntura señalan que tanto la demanda doméstica (sobre todo, la privada), como la externa neta, contribuyeron positivamente al crecimiento trimestral (0,9 pp y 0,1 pp, respectivamente) (véase el Gráfico 3.1).

De cara al tercer trimestre, la información disponible sugiere que la economía española continúa recuperándose, si bien a **un ritmo ligeramente inferior que el observado en el primer semestre del año (previsión MICA-BBVA⁵: 0,7% t/t)** (véase el Gráfico 3.2). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁶, que evidencian una moderación en las expectativas de crecimiento (véanse los Gráficos 3.3 y 3.4).

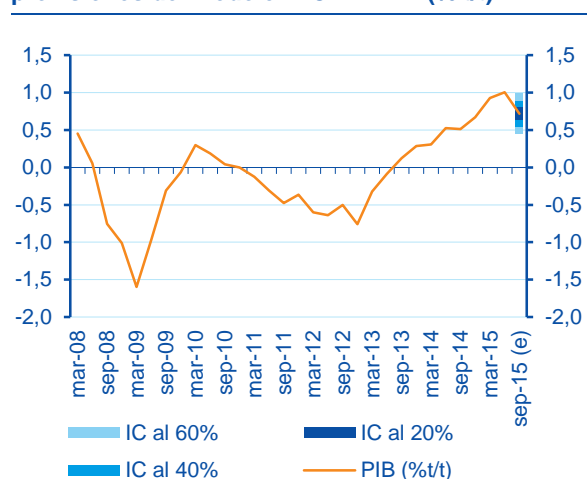
Gráfico 3.1
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e): estimación.

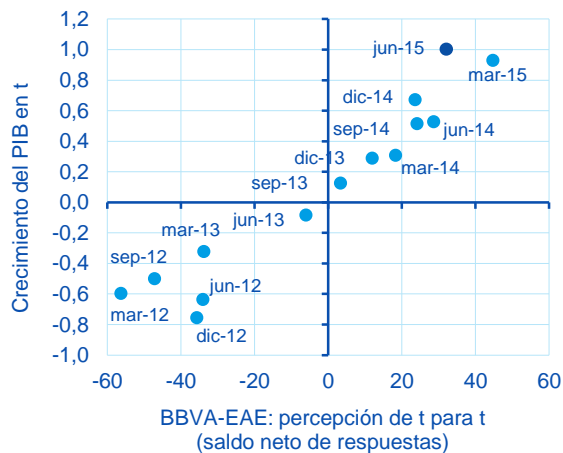
Fuente: BBVA Research a partir de INE

4: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 2T15 se publicará el próximo 27 de agosto, siendo posible la revisión de la estimación avance.

5: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>

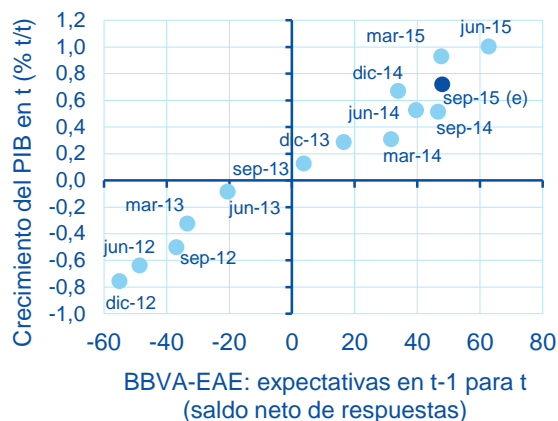
6: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/epUjnr>

Gráfico 3.3
España: crecimiento económico y percepción de los participantes en la EAE-BBVA



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4
España: crecimiento económico y expectativas de los participantes en la EAE -BBVA en el trimestre anterior



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research

El dinamismo de la demanda doméstica privada se mantiene en el 2T15

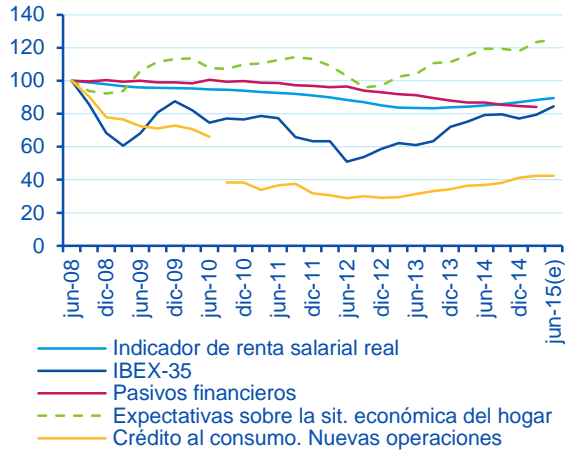
Los indicadores de consumo, tanto de bienes como de servicios, sugieren que **el gasto de los hogares habría vuelto a aumentar en el segundo trimestre**⁷. La renta disponible de las familias se habría visto favorecida por la creación de empleo y la reforma del IRPF⁸. La revalorización de las cotizaciones bursátiles, el descenso previsto de los pasivos financieros y la estabilización del precio de la vivienda habrían contribuido a incrementar la riqueza neta entre abril y junio. Además del avance de sus fundamentos, el consumo privado también se ha visto beneficiado por la mejora de la percepción de los hogares sobre la situación económica⁹ y por el crecimiento de las nuevas operaciones de crédito al consumo (véase el Gráfico 3.5). En consecuencia, tanto el indicador sintético de consumo (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares se habría incrementado entre el 0,7% t/t y el 1,0% t/t en el 2T15, en línea con lo observado durante el trimestre precedente** (véase el Gráfico 3.6).

7: Un análisis detallado de la evolución del gasto de los hogares por tipo de producto se puede encontrar en la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2015, disponible en: <https://goo.gl/W5BMZo>

8: Una estimación de las repercusiones de la reforma del IRPF (en vigor desde enero de 2015), sobre la renta de los hogares se puede encontrar en el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre del 2014, disponible en: <http://goo.gl/0Clnbl>

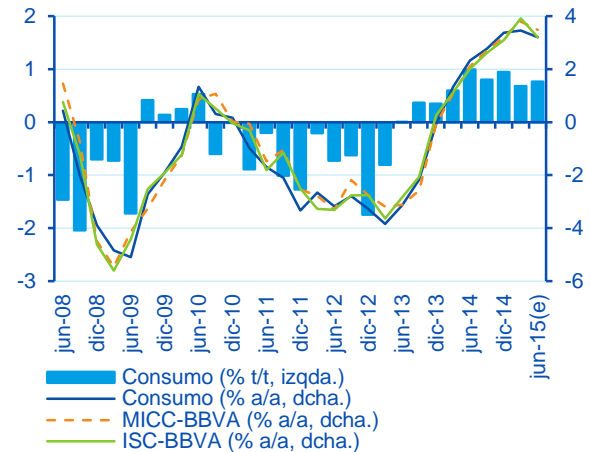
9: La percepción de los hogares sobre la situación de la economía española está en máximos históricos y sobre su situación financiera, en niveles de 2001.

Gráfico 3.5
España: determinantes del consumo
(Datos CVEC. 2T08 = 100)



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de MINECO, Datastream, CE y BdE

Gráfico 3.6
España: datos observados y previsiones
en tiempo real del consumo de los hogares



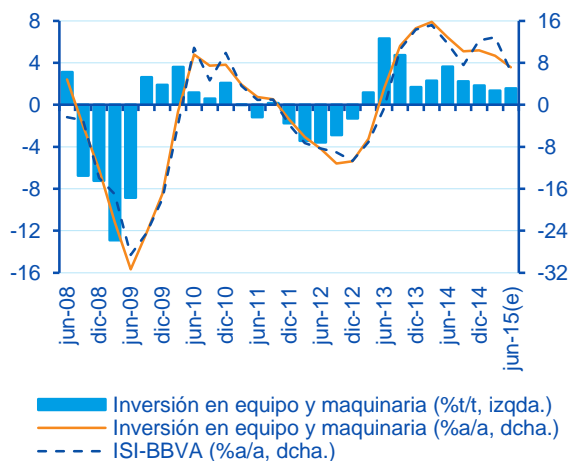
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El crecimiento exhibido por la inversión en maquinaria y equipo desde comienzos de la recuperación se prolongó al cierre del primer semestre. En un contexto de condiciones financieras favorables, la expansión de la demanda interna y la mayor tracción de las exportaciones habrían vuelto a justificar la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión a lo largo del segundo trimestre. Sin embargo, los indicadores parciales de coyuntura sugieren que, **tras un crecimiento menor que el esperado en el 1T15, esta partida de la demanda podría haberse ralentizado en el 2T15.** Entre las señales menos positivas destacan la desaceleración de la producción industrial de bienes de equipo y la atonía de las importaciones de bienes de capital. De este modo, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) estima para el 2T15 un **crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo del 1,1% t/t (6,6% a/a)** (véase el Gráfico 3.7).

Aunque la mayor parte de los indicadores de la inversión residencial mejoraron en el 2T15, se advierten algunas señales de lasitud en la recuperación tras un crecimiento decepcionante en los últimos dos trimestres. Así, por ejemplo, la Encuesta de Coyuntura del sector de la Construcción (ECC) evidencia un deterioro de las expectativas de producción de vivienda, al tiempo que el empleo en el sector y los visados de obra nueva se ralentizan. Con todo, el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) revela que **la recuperación continuó en el 2T15, aunque a un ritmo sosegado (0,8% t/t; 2,7% a/a)** y desde un nivel históricamente bajo (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

España: datos observados y estimaciones en tiempo real de la inversión en equipo y maquinaria

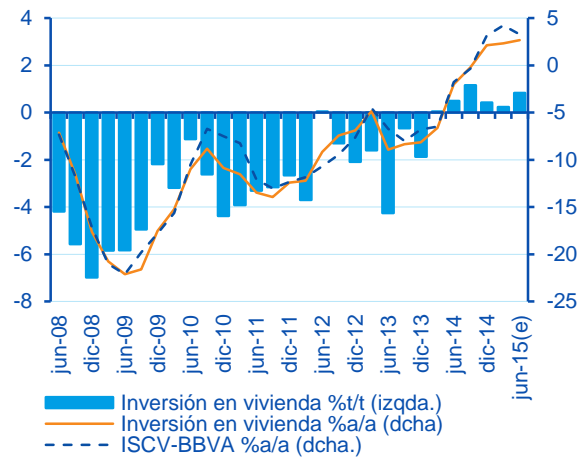


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8

España: datos observados y estimaciones en tiempo real de la inversión en vivienda



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

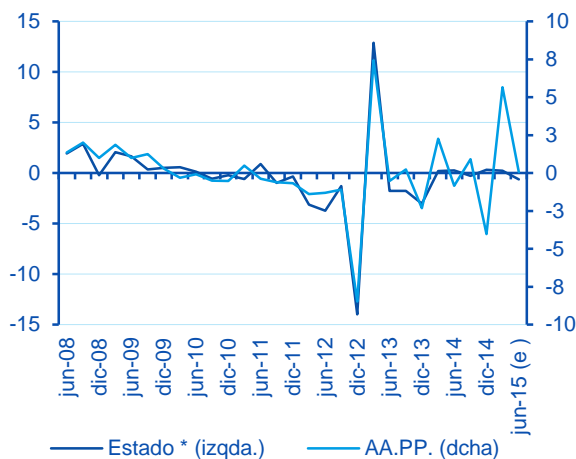
El crecimiento de la demanda pública se modera tras el repunte del primer trimestre

Tras una corrección positiva mayor que la anticipada en el primer trimestre, se estima que el consumo público ralentizó su crecimiento durante el 2T15. Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de junio de este año confirman que el gasto nominal en consumo final de la administración central se habría reducido marginalmente respecto al trimestre anterior una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (véase el Gráfico 3.9). De esta forma, **el consumo real de las administraciones públicas habría cerrado el segundo trimestre de 2015 con un ligero aumento (0,6% t/t; 1,1% a/a)**. Al respecto, los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren que el componente salarial habría contribuido a la desaceleración del gasto. De hecho, el número de asalariados del sector público prácticamente se estancó entre abril y junio (-0,1% t/t CVEC), tras el crecimiento medio del 0,9% t/t en los dos trimestres anteriores (véase el Gráfico 3.10).

Por su parte, la caída registrada en la licitación oficial en los cinco primeros meses de 2015 apunta a una moderación del dinamismo en la inversión pública. Como consecuencia, se estima que **la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) haya moderado su crecimiento en el 2T15 hasta el entorno del 1,5% t/t (6,4% a/a)**, tras el aumento mayor del previsto en 1T15.

Gráfico 3.9

España: datos observados y estimaciones del consumo público nominal (% t/t, datos CVEC)



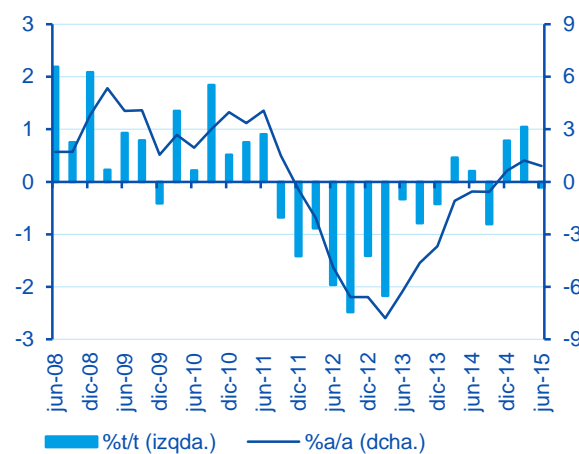
(e) estimación.

(*) No incluye, entre otras, el consumo de capital fijo.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 3.10

España: asalariados del sector público (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

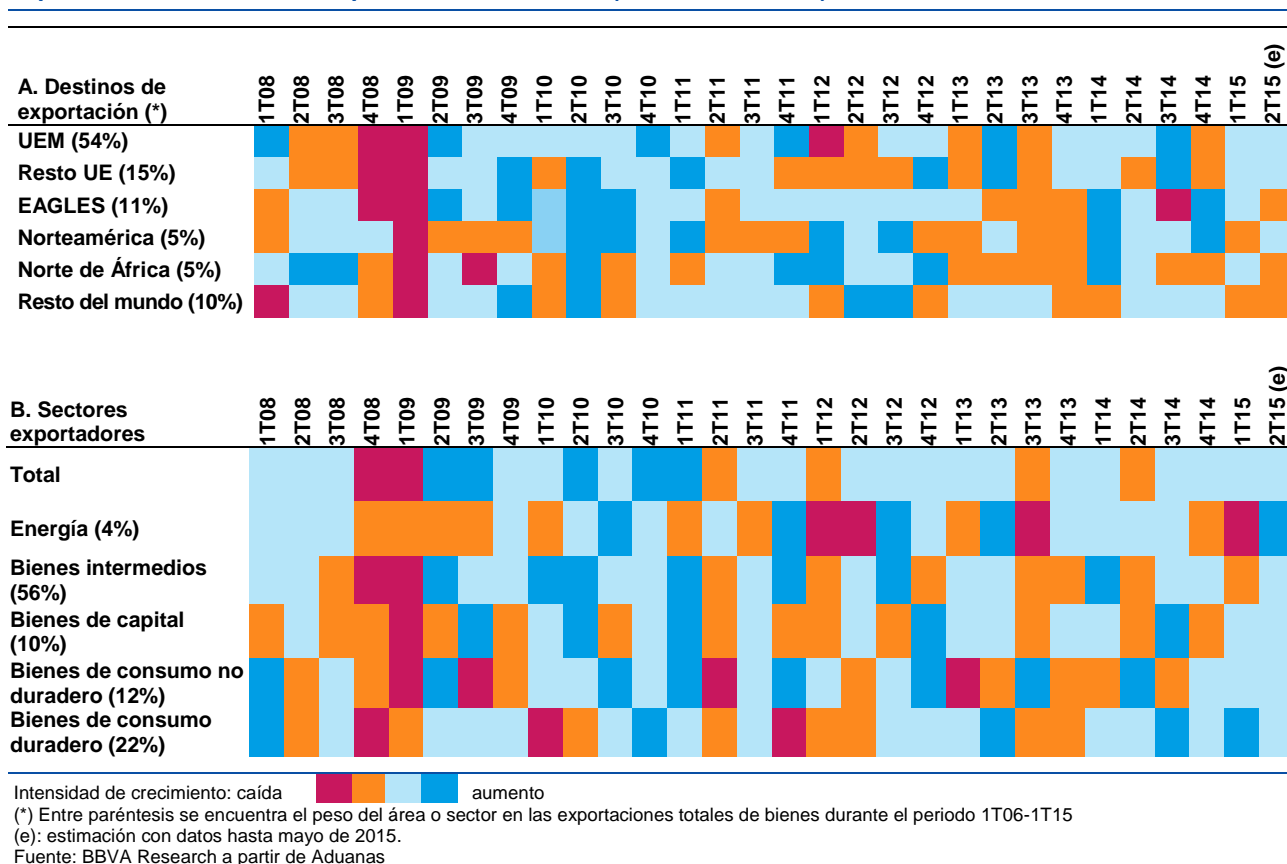
Las exportaciones vuelven a crecer en línea con sus fundamentos

El segundo trimestre del año volvió a estar marcado por una **coyuntura favorable para las exportaciones españolas**, con un crecimiento gradual (aunque heterogéneo) de la demanda global, un euro depreciado y unos costes de transporte relativamente reducidos (gracias a la contención del precio del petróleo). En concordancia, se mantuvo el tono positivo de las expectativas industriales (cartera de exportaciones) y se observaron mejoras en los indicadores de ventas exteriores de grandes empresas y la balanza comercial, en todos los sectores y a los destinos más relevantes (véase el Gráfico 3.11). Por tanto, la información disponible sugiere que **la atonía de las exportaciones de bienes observada hasta el 1T15 habría remitido, dando paso a una expansión del 2,3% t/t (3,8% a/a) en el 2T15.**

En contrapartida, el comportamiento de las exportaciones totales de servicios durante el segundo trimestre compara negativamente respecto al precedente (-2,5% t/t; 10,5% a/a). Lo anterior, sin embargo, no debe interpretarse como un agotamiento de la oferta, sino que está condicionado por la **corrección a la baja que se habría observado en la facturación de los servicios no turísticos (-5,0% t/t; 15,6%)** tras el repunte sin precedentes observado en el 1T15 (16% t/t; 17,8%). En lo que respecta al turismo, se estima que **el consumo de no residentes en el territorio nacional habría crecido de nuevo con fuerza en el 2T15 (1,7% t/t; 3,3% a/a)**, lo que mantiene al sector en niveles de actividad récord. Al respecto, la entrada de turistas habría aumentado un 1,1% t/t CVEC entre abril y junio, mientras que el gasto real realizado por éstos lo habría hecho un 1,5% CVEC.

Cuadro 3.1

España: crecimiento de las exportaciones de bienes (% t/t, datos CVEC)



En línea con el comportamiento de la demanda final, la información coyuntural disponible al cierre de esta revista sugiere que **la recuperación de las importaciones prosiguió durante el 2T15 (0,5% t/t; 5,8% a/a)**. Esta evolución habría compensado buena parte del aumento de las exportaciones totales (0,8% t/t; 5,8% a/a), dando lugar a una **contribución marginal de la demanda externa neta al crecimiento (0,1% pp t/t; 0,2 pp a/a)**. Tras el cierre de 2014 en positivo (0,8% del PIB), se estima que el saldo acumulado anual de la balanza por cuenta corriente volvió a registrar superávit en el segundo trimestre del año (1,0% del PIB).

Los indicadores del mercado laboral fueron de más a menos a lo largo del trimestre

La situación del mercado de trabajo continuó mejorando en el 2T15 pese a que el empleo creció menos de lo esperado en mayo y, sobre todo, en junio. Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación media a la Seguridad Social aumentó por séptimo trimestre consecutivo, mientras que el desempleo registrado enlazó dos años a la baja**. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó el 1,0% entre abril y junio, en línea con el trimestre precedente, mientras que la caída del desempleo registrado se aceleró tres décimas hasta el -2,6% t/t (véase el Gráfico 3.12). Por el contrario, el crecimiento de la contratación se ralentizó en el segundo trimestre debido al retroceso de la indefinida (-2,4% t/t CVEC).

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 2T15 confirmó la evolución del empleo apuntada por los registros de afiliación. En términos brutos, la ocupación aumentó en 411.700 personas

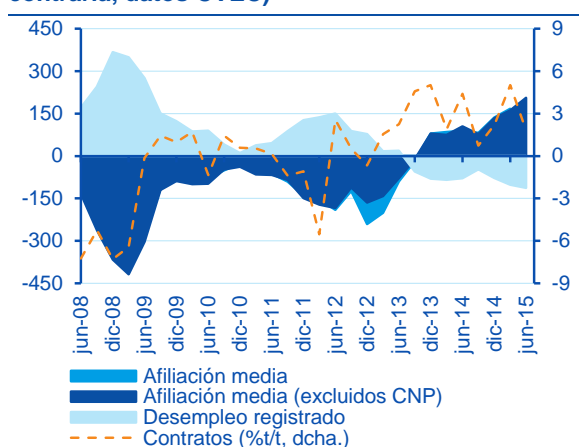
entre abril y junio, algo menos de lo anticipado por BBVA Research¹⁰. **Corregida la estacionalidad del periodo, el empleo creció en torno a 180.000 personas** (1,1% t/t) y compensó la atonía observada en el 1T15. Si bien todos los sectores productivos contribuyeron positivamente, los servicios de mercado explicaron siete de cada diez empleos creados en el 2T15.

El ascenso del número de asalariados con contrato temporal (307.600 de personas), unido al crecimiento moderado de la contratación indefinida (60.700 personas), causaron un **aumento de 1,5 puntos de la tasa de temporalidad hasta el 25,1%**. La estacionalidad favorable explicó solo una parte del incremento. De hecho, corregido este factor, la tasa de temporalidad creció siete décimas hasta el 25%.

La creación de empleo propició una disminución de la tasa de paro (de 1,4 puntos hasta el 22,4%) a pesar del aumento de la población activa en 116.000 personas. Descontada la estacionalidad, la tasa de desempleo se redujo por noveno trimestre consecutivo; en esta ocasión, seis décimas hasta el 22,5% CVEC.

Gráfico 3.12

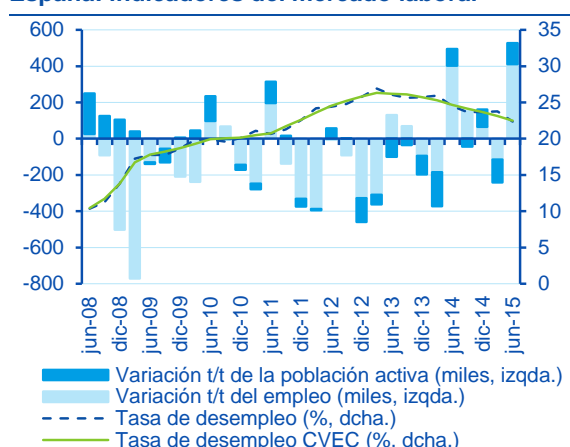
España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)



CNP: cuidadores no profesionales
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.13

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cambio de tendencia en la formación de precios y costes

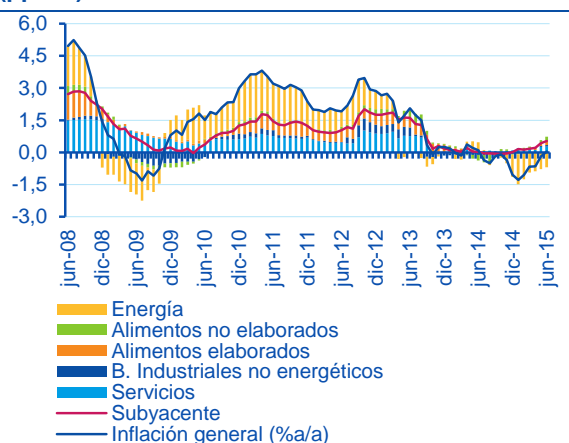
Los precios generales al consumo aumentaron el 0,1% a/a en junio, lo que supone la primera tasa positiva en el último año¹¹. Este cambio de tendencia en los registros de la inflación general se explica, en gran medida, por la corrección al alza en los precios del crudo entre enero y junio y por la depreciación del tipo de cambio del euro. Por su parte, **la inflación subyacente se aceleró 0,4 pp entre marzo y junio, hasta alcanzar el 0,6% a/a** lo que, probablemente, no sólo responde a la mayor inflación importada, sino también a la mejora de la demanda doméstica y/o el impacto en las expectativas como consecuencia de la política implementada por el BCE. Así, la contribución de la inflación subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó en junio cerca de los 0,6 pp, mientras que la del componente residual, en los -0,4 pp (energía: -0,7 pp y alimentos no elaborados: 0,2 pp; véase el Gráfico 3.14).

10: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 2T15 se encuentra en <https://goo.gl/jD8EgX>

11: El indicador adelantado del IPC mostró un descenso marginal de la inflación general en julio debido a la caída en el precio de los carburantes. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse mantenido entre el 0,6% a/a y el 0,7% a/a. Para más detalles véase <https://goo.gl/oLilby>

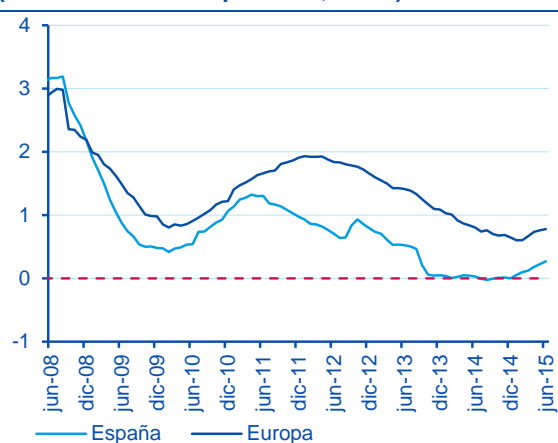
De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, el cambio de tendencia en los precios al consumo en la economía española sigue produciéndose en un entorno de recuperación de la competitividad-precio. Así, **el diferencial de inflación respecto a la zona del euro, medido en términos del componente tendencial, se mantiene favorable a España en torno a los -0,5 pp** (véase el Gráfico 3.15)¹².

Gráfico 3.14
España: contribución al crecimiento del IPC (pp a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.15
UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Pese al repunte de la inflación subyacente, las demandas salariales se mantuvieron comedidas durante el segundo trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,7% a/a entre abril y junio en los convenios revisados plurianuales y el 0,8% en los firmados a lo largo del año en curso (apenas 246), que tan solo vinculan a 293.000 trabajadores¹³ (véase el Gráfico 3.16). Como ilustra el Gráfico 3.17, la moderación salarial evidenciada tras la entrada en vigor de la reforma laboral en el 1T12 ha supuesto una ganancia acumulada de competitividad-coste respecto a la UEM del 4,0%.

El crecimiento salarial medio pactado hasta junio es menor que el 1%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el año 2015. El AENC¹⁴, suscrito a comienzos de junio por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, establece un conjunto de recomendaciones que orientará la negociación de los convenios colectivos durante los próximos tres años. Los convenios deberán promover el empleo estable, impulsar la contratación de jóvenes, potenciar los mecanismos de flexibilidad interna y el ajuste del margen intensivo en los procesos de reestructuración, contribuir al desarrollo de instrumentos de formación profesional, facilitar los derechos de información y consulta, promover la igualdad de trato y avanzar en la prevención de riesgos laborales.

Al igual que el acuerdo precedente, **el III AENC fomenta el pago por rendimiento y fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo.** En 2015 no podrán superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno. Si bien el acuerdo no impone explícitamente la inclusión de cláusulas de revisión salarial, sí indica que el crecimiento salarial pactado en el bienio 2015-2016 deberá ser mayor que la suma de las inflaciones de ambos años.

12: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0rT8>

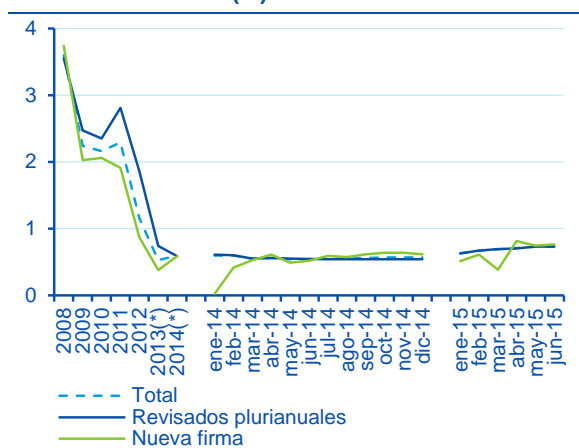
13: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo se aproxima a los tres millones hasta junio cuando se incorporan los afectados por los convenios firmados antes del 2015 (2.930.000). Esta cifra es un 18,7% menor que la registrada hasta junio del 2014.

14: Resolución de 15 de junio de 2015, de la Dirección General de Empleo, por la que se registra y publica el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2015, 2016 y 2017. Disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2015/06/20/pdfs/BOE-A-2015-6865.pdf>

En resumen, el AENC 2015-2017 constituye un acervo de buenas intenciones que, en su mayoría, adolece de falta de concreción, lo que podría dificultar el cumplimiento de algunos de los objetivos planteados. Además, las recomendaciones en materia salarial no corrigen errores pasados. Si bien el acuerdo indica que el crecimiento salarial 'podría modularse en cada sector o empresa' en función del comportamiento de la productividad, es probable que los límites sugeridos para el periodo 2015-2017 superen el crecimiento de la productividad media del conjunto de la economía. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren un crecimiento exiguo de la productividad aparente del trabajo en 2015 y 2016. Por último, el AENC aboga por incluir cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, lo que no contribuye a la desindexación de la economía española -y, por tanto, a su competitividad- y a la creación de empleo.

Gráfico 3.16

España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (%)

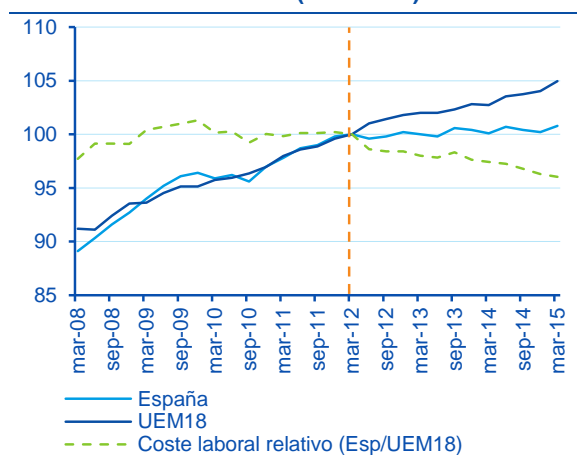


Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Datos provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con la de los años precedentes. Véase: <http://goo.gl/WQkvNU>
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.17

UEM: coste laboral por hora efectiva de trabajo en la economía de mercado (1T12=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Tendencias correctas en el crédito: cae el stock y aumentan los flujos

El saldo vivo de crédito en la economía española todavía se está reduciendo (-4,6% a/a hasta mayo), lo que implica que el flujo de entrada (las nuevas operaciones concedidas) sigue siendo inferior al de salida (las amortizaciones y fallidos). **Esta caída del saldo vivo es deseable por varios motivos.** Por una parte, el endeudamiento relativo sigue siendo muy superior al de otros países de nuestro entorno. Así, la ratio de crédito sobre PIB se sitúa por encima del 120% en España frente al 95% en la zona del euro. Por otra, el crédito a las empresas constructoras e inmobiliarias aún supone un 14% del total, frente a una aportación al valor añadido bruto de la economía que sólo llega al 6,0%. Ahora bien, el desapalancamiento del crédito acumulado está perdiendo tracción, pues su tasa de caída se modera frente al -6,5% promedio de 2014 o al -12,1% de 2013.

Todo lo anterior está siendo compatible con un aumento del flujo de nuevas operaciones, lo que es muy positivo ya que son estas las que están relacionadas con las decisiones actuales de inversión y consumo (véase el Gráfico 3.18)¹⁵. **En el acumulado de enero a junio, las nuevas operaciones aumentaron un 12,9% interanual,** con crecimientos positivos en todas las subcarteras. **Particularmente**

15: En el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre del 2014 se presenta un análisis detallado sobre la relación entre los flujos de crédito y la actividad económica.

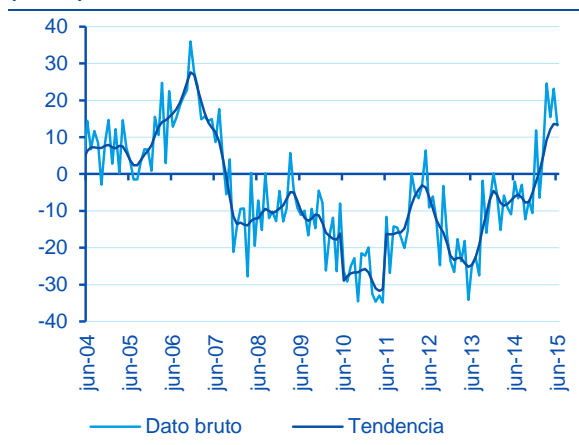
relevante fue la evolución del crédito a las grandes empresas (7,1%, aproximado por las operaciones de más de un millón de euros), que durante la mayor parte de la crisis habían optado por financiarse por otras vías -como los mercados mayoristas o los préstamos intra-grupo-, y que con la mejora de las condiciones están volviendo a recurrir a la financiación bancaria.

Las operaciones minoristas siguen mostrando un importante dinamismo, tanto las destinadas a las pymes (13,3% en las operaciones de menos de un millón de euros) como las dispuestas para financiar a los hogares: crédito para la adquisición de vivienda (acelerándose hasta el 18,8%), para el consumo (estable en 16,1%) y resto (71,2%). Ahora bien, aún queda camino por recorrer pues se parte de niveles muy bajos: las nuevas operaciones de lo que llevamos de año sólo suponen el 41% de lo concedido en el mismo periodo de 2008. De mantenerse estas tendencias en el crecimiento de las nuevas operaciones, el flujo de nuevo crédito llegará a ser superior a las amortizaciones hacia finales de año, que será cuando empiece a crecer el saldo vivo.

Por otra parte, el precio del nuevo crédito ha continuado su senda de moderación y convergencia hacia los niveles de países centrales de la Zona Euro (véase el Gráfico 3.19). En primer lugar, esta reducción en los tipos de interés vino causada por la moderación del riesgo soberano español, que se tradujo en un menor coste de financiación de los bancos y que se trasladó a su clientela. En segundo lugar, la moderación del riesgo de crédito (de la tasa de mora) está ayudando al abaratamiento de los préstamos. Por ejemplo, el tipo de interés promedio de los nuevos créditos a pymes se ha reducido en 1,8 puntos porcentuales en los últimos 14 meses, perdiendo un tercio de su valor desde el 5,1% de mar-14 al 3,3% de may-15.

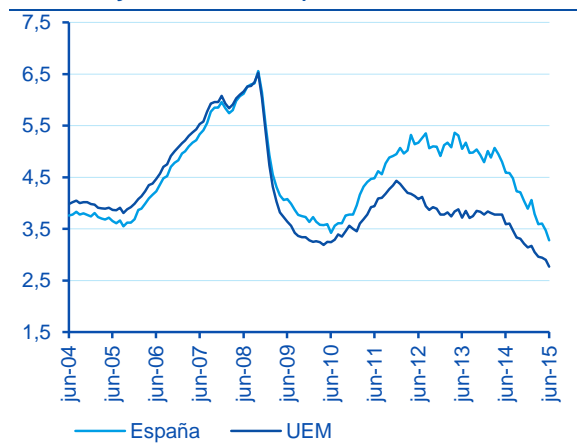
Es de esperar que esta fortaleza del nuevo crédito continúe en los próximos trimestres, por razones tanto de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, la recuperación económica y los menores precios del crédito animarán las solicitudes de financiación. Por el lado de la oferta, la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la política del BCE), el menor riesgo de las carteras y los avances en la reestructuración bancaria serán fuerzas positivas. La banca tiene entre sus objetivos primordiales impulsar la recuperación de las nuevas operaciones de crédito. Después de la crisis, el crédito debería volver a una senda de crecimiento sostenible y a un mejor balance entre sectores.

Gráfico 3.18
España: nuevas operaciones de crédito minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.19
Tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a pymes (operaciones de hasta 1 millón de euros y hasta 1 año, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE y BCE

Escenario 2015-2016: el crecimiento alcanza su velocidad punta

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **las innovaciones incorporadas en el escenario macroeconómico justifican una revisión al alza** de dos décimas en la previsión de crecimiento de la economía española para el presente año. **En 2015 la actividad avanzará el 3,2% y en 2016 desacelerará hasta el 2,7%**, suficiente para crear un millón de puestos de trabajo a lo largo del periodo, y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 20%¹⁶.

La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía global y la menor depreciación esperada del tipo de cambio del euro, se verán compensadas parcialmente por la mayor contención prevista en los precios del petróleo. A nivel doméstico, el soporte de las políticas fiscal y monetaria, junto con la mejora estructural de los fundamentos, darán lugar a una **expansión sólida de la demanda doméstica** (véase el Cuadro 3.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones lo que, probablemente, se saldará con una **aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento**.

Cuadro 3.1.

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15(e)	2014	2015 (p)	2016 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,1	1,8	2,1	2,4	2,6	2,8	1,8	2,8	2,0
G.C.F Privado	1,3	2,3	2,7	3,3	3,4	3,4	2,4	3,3	2,5
G.C.F AA. PP.	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,1	1,0	0,1	1,3	0,6
Formación Bruta de Capital	0,8	3,9	3,9	5,1	6,0	5,2	3,4	5,2	5,8
Equipo y Maquinaria	15,8	12,9	10,2	10,3	9,4	6,7	12,2	6,5	6,4
Construcción	-7,4	-0,7	0,1	2,4	4,9	4,8	-1,5	4,8	4,8
Vivienda	-6,6	-2,0	-0,2	2,1	2,3	2,7	-1,8	2,6	7,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-8,0	0,3	0,3	2,6	6,8	6,4	-1,3	6,5	3,1
Demanda nacional (*)	1,2	2,3	2,6	2,7	3,0	3,0	2,2	3,0	2,7
Exportaciones	6,4	1,0	4,5	4,7	5,7	5,8	4,2	4,7	7,1
Importaciones	9,4	4,9	8,6	7,7	7,4	5,7	7,6	4,5	7,5
Saldo exterior (*)	-0,6	-1,1	-1,0	-0,7	-0,3	0,2	-0,8	0,1	0,0
PIB real pm	0,6	1,2	1,6	2,0	2,7	3,2	1,4	3,2	2,7
PIB nominal pm	0,0	0,8	1,4	1,4	3,2	3,6	0,9	4,0	4,5
Pro-memoria									
PIB sin inversión en vivienda	1,0	1,4	1,7	2,0	2,7	3,2	1,5	3,2	2,6
PIB sin construcción	1,6	1,5	1,8	2,0	2,4	3,0	1,7	3,0	2,5
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	2,5	3,0	3,0	1,2	3,2	3,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	23,7	23,8	22,4	24,4	22,2	20,5
Empleo total (e.t.c.)	-0,4	1,0	1,7	2,4	2,8	2,9	1,2	3,0	2,5

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

16: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,1% y la tasa de paro se situará en torno a 20,5% en 2016.

La revisión a la baja de los precios del petróleo contribuirá positivamente al crecimiento

Durante las últimas semanas se han producido cambios en el mercado de petróleo que sitúan el precio del tipo Brent en torno a los 53 dólares por barril al cierre de este informe, casi un 15% por debajo del precio medio observado en junio. La información disponible sugiere que la mayor parte de esta caída se corresponde con un **nuevo incremento de la oferta -vinculado a los acuerdos alcanzados con Irán- que se suma a los ya incorporados en el escenario**¹⁷: mayor producción de crudo no convencional en EE.UU. (*shale-oil*), decisión de la OPEP de mantener las cuotas productoras y el poco efecto de las tensiones geopolíticas sobre la producción.

Al tratarse principalmente de un *shock* de oferta, y dada la elevada dependencia energética de la economía española, **es de esperar que esta caída adicional tenga un impacto neto positivo sobre la actividad**. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research apuntan a una corrección gradual de los precios hasta el entorno de los 73 dólares por barril a finales de 2016 (seis dólares por debajo de lo estimado hace tres meses) que, de cumplirse, **aportarían cerca de dos décimas adicionales al crecimiento de la economía española**¹⁸.

Las políticas de demanda continuarán apoyando la recuperación

El BCE no muestra cambios en el tono de la política monetaria ante unas perspectivas económicas que, a su entender, no han cambiado pese al aumento de las tensiones financieras. En su reunión de julio, el Consejo de Gobierno de la autoridad monetaria reiteró su **compromiso de implantar con firmeza las medidas previamente anunciadas**, y reafirmó su disposición para utilizar todos los instrumentos habidos dentro de su mandato, si fuera necesario¹⁹. En su conjunto, las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE contribuyen a **mantener depreciado el tipo de cambio del euro y a consolidar la tendencia a la baja de los tipos de interés, lo que ayuda a combatir la baja inflación y apoyar el crecimiento de la demanda interna y del crédito**.

A pesar de lo anterior, la revisión a la baja del crecimiento, la posibilidad de que la menor actividad obligue a retrasar las subidas de tipos de interés (especialmente en EE.UU.) y el tensionamiento financiero suscitado por las negociaciones entre Grecia y las Instituciones, contrarrestan parte del impulso de la política monetaria del BCE por varias vías. Así, la actualización del escenario económico incluye una **menor depreciación del tipo de cambio del euro respecto al dólar** (de un 5% para lo que resta de 2015 y 2016), un **menor crecimiento esperado en la UEM** (hasta el 1,5% en 2015 y el 1,9% en 2016) **y un aumento moderado de la prima de riesgo española** (de 15pb en promedio hasta los 115 pb para 2015-2016). En balance, estos elementos continuarán siendo un soporte para la recuperación, aunque estas revisiones apuntan a que su impacto podría ser menor que el previsto hace tres meses.

17: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que entre 2/3 y 3/4 del ajuste de los precios del crudo desde junio de 2014 se debe a estos factores de oferta.

18: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: <http://goo.gl/42s7N9>

19: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 16 de julio de 2015. Disponible en: <https://goo.gl/gDT39n>

La recuperación cíclica no será suficiente para compensar el impacto que las políticas expansivas tendrán sobre el déficit público

Las administraciones públicas están aprovechando la recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación para implementar una política fiscal ligeramente expansiva en el corto plazo²⁰. De esta forma, se espera que durante 2015 el consumo público crezca el 1,3% en términos reales, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) lo haga en torno al 6,5%. En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal será prácticamente neutral en 2016**. Así, el crecimiento real del gasto en consumo público se moderará hasta el 0,6%, mientras la inversión no residencial lo hará hasta el 3,1%. No obstante, **se espera que, como porcentaje del PIB, el gasto total de las AA. PP. siga ajustándose a lo largo de los dos próximos años**, en gran medida por la mejora prevista en el mercado laboral -que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo- y por la reducción de los costes financieros (véase el Cuadro 3.2).

Por el lado de los ingresos públicos, las previsiones de BBVA Research sugieren que la recuperación del ciclo económico sigue contribuyendo positivamente a la recaudación de los impuestos sobre la producción y de las cotizaciones sociales. **La rebaja fiscal está produciendo una caída estructural de los ingresos que, en el corto plazo, se ve compensada parcialmente por la recuperación de las bases imponibles**. Al respecto, el adelanto a julio de 2015 de la rebaja de la tarifa del IRPF inicialmente programada para enero de 2016 apenas tendrá impacto sobre la actividad (menos de una décima del PIB), por lo que todo el coste de la reducción impositiva (en torno a 1.500 millones de euros²¹) se trasladará a la recaudación.

Cuadro 3.2

AA. PP.: capacidad / necesidad de financiación*

(% PIB)	2013	2014 (a)	2015 (p)	2016 (p)
Remuneración de asalariados	10,9	10,8	10,7	10,5
Consumos intermedios	5,3	5,2	5,1	5,0
Intereses	3,3	3,3	3,1	2,9
Prestaciones por desempleo	2,8	2,3	1,9	1,8
Prestaciones sociales	13,4	13,8	13,9	13,7
Formación bruta de capital	2,1	2,1	2,0	2,0
Otros gastos	5,9	6,0	5,9	5,6
Gastos no financieros	43,8	43,5	42,5	41,4
Imp. sobre la producción	11,0	11,2	11,5	12,0
Imp. sobre la renta, la riqueza, etc.	10,0	10,0	10,1	10,1
Cotizaciones sociales	12,2	12,3	12,2	12,2
Imp. sobre el capital	0,5	0,5	0,5	0,5
Otros ingresos	3,8	3,8	3,8	3,7
Ingresos no financieros	37,5	37,8	38,1	38,5
Necesidad de financiación	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
Objetivo de estabilidad	-6,5	-5,5	-4,2	-2,8

(*): Excluidas las ayudas al sector financiero

(a): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

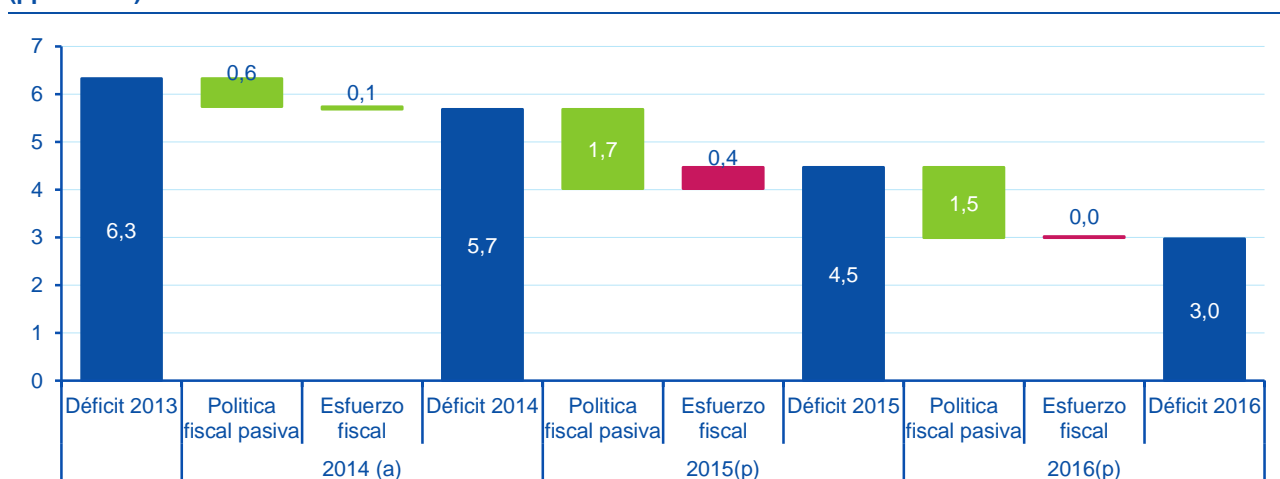
20: Por la vertiente de los ingresos destaca la reforma tributaria. Por el lado del gasto, se incluyen medidas como la devolución a los empleados públicos de una parte de la paga extraordinaria retirada en diciembre de 2012, o el impulso previsto para 2015 del gasto de capital.

21: Siempre y cuando todas las comunidades autónomas trasladasen la rebaja al tramo autonómico de la tarifa.

Con todo, el impulso cíclico durante el bienio 2015-2016 no será suficiente para compensar el efecto de las políticas expansivas implementadas (véase el Gráfico 3.20). Así, **se espera que -en ausencia de nuevas medidas de consolidación fiscal- el déficit público se sitúe ligeramente por encima del objetivo de estabilidad** durante los dos próximos años. De esta manera, se espera que el desequilibrio en las cuentas públicas podría reducirse en 1,2 pp del PIB en 2015 hasta el 4,5% y 1,5 pp en 2016 hasta el 3,0% del PIB (frente a metas de 4,2% y 2,8% respectivamente).

Gráfico 3.20

AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



(a): avance; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En resumen, se espera que la consolidación fiscal finalice su contribución negativa al crecimiento durante el bienio 2015-2016. Sin embargo, hay que recordar que **persisten importantes desequilibrios en la economía española** -por ejemplo, elevados niveles de deuda y de tasa de paro- **que ameritan nuevas reformas que acentúen** la capacidad de crecimiento de la economía y aseguren la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas.

La recuperación de la demanda doméstica continúa, pero los vientos de cola pierden algo de fuerza

Las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo favorables. La creación de empleo, la menor presión fiscal²² y la ausencia de presiones inflacionistas contribuirán a la recuperación de la renta real disponible durante los próximos trimestres. El crecimiento previsto de la riqueza financiera e inmobiliaria, la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos y el ajuste del ahorro también impulsarán el gasto de las familias. Por último, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando en un contexto de desapalancamiento del saldo vivo de crédito y sustentarán el gasto de los hogares, sobre todo en bienes duraderos. Como resultado, **el consumo privado crecerá alrededor del 3,3% en 2015, dos décimas más de lo previsto hace tres meses. En 2016**, los factores transitorios que han incentivado el gasto de las familias hasta mediados del año en curso desaparecerán, como el PIVE, o jugarán un papel residual, como el abaratamiento del precio del petróleo y la rebaja fiscal. Además, algunos de los fundamentos ralentizarán su dinamismo, por lo que el

22: Las estimaciones de BBVA Research indican que el adelanto a julio de 2015 de la rebaja de la tarifa del IRPF que iba a entrar en vigor en 2016 contribuiría en una décima al crecimiento del consumo privado en el bienio 2015-2016.

crecimiento del consumo privado se moderará hasta el 2,5%, una décima por encima de la previsión presentada en mayo.

En los próximos trimestres, **la inversión en maquinaria y equipo** seguirá beneficiándose de unos costes de financiación reducidos, del buen tono de la demanda doméstica y del aumento de la cartera de pedidos de exportación. Sin embargo, como se comentaba al inicio de esta sección, **algunos de estos fundamentos tendrán una incidencia menor que la estimada hace tres meses** lo que, junto al crecimiento menos vigoroso del gasto privado en capital durante el arranque de 2015, anticipan una desaceleración de este bloque de la demanda en el corto plazo. En todo caso, la ralentización es suave y, probablemente remita una vez sorteada la incertidumbre alrededor del calendario electoral, cuando algunos de los inversores más aversos al riesgo aumenten el ritmo de ejecución de nuevos proyectos. En consecuencia, **se revisa ligeramente a la baja el crecimiento previsto de la inversión en maquinaria y equipo, en 1,3 pp hasta el 6,5% en 2015 y en 0,4 pp hasta el 6,3% en 2016.**

De forma similar, **se prevé que la recuperación de la inversión en vivienda, iniciada en 2014, transcurra a un ritmo menor que el adelantado hace tres meses.** A pesar de la mejora de los fundamentos de la demanda y el abaratamiento relativo de la financiación, el crecimiento de esta partida de la inversión también sorprendió negativamente en el 4T14 y en el 1T15, lo que condiciona su evolución en el conjunto del año en curso. Con todo, se espera que tras siete años consecutivos de contribuciones negativas al PIB, **la inversión residencial crezca el 2,6% en 2015 y se acelere hasta el 7,1% en el siguiente ejercicio**, 1,9 puntos menos de lo previsto en mayo en ambos casos.

Los flujos comerciales se recuperan, si bien con menor ímpetu que el adelantado hace tres meses

La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento mundial (3,4% en 2015 y 3,8% en 2016), junto con la menor depreciación esperada del tipo de cambio del euro, configuran un entorno exterior algo menos favorable para las exportaciones españolas durante el presente bienio. Así, **se revisa a la baja estimación de crecimiento tanto de las exportaciones totales (en 1,4 pp hasta el 4,7% en 2015 y en 0,3 pp hasta el 7,1% en 2016) como de sus principales componentes:** las de bienes avanzarán el 3,3% en 2015 y el 7,3% el próximo año (2,7 pp menos que el incremento acumulado previsto hace tres meses), y el consumo de no residentes aumentará a un ritmo medio anual del 3,4% (1,1 pp por debajo del estimado en mayo). Dada la sorpresa al alza registrada durante el primer trimestre de 2015, las exportaciones de servicios no turísticos son ajenas a este sesgo bajista en el corto plazo (promedio 2015-2016: 10,1%).

Debido al buen comportamiento de la demanda final, **las importaciones de bienes y servicios continuarían en su senda de expansión en los próximos trimestres.** No obstante, dado el elevado contenido importador presente en las exportaciones españolas, su revisión a la baja se traduciría en un menor dinamismo de las compras al exterior (de 2,0 pp hasta el 4,5% en 2015 y de 0,3 pp hasta el 7,5% en 2016). De esta forma, **la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento económico será prácticamente nula tanto en 2015 como en 2016 (0,1 pp y 0,0 pp, respectivamente).** El abaratamiento acumulado del petróleo aliviará la factura de la economía española con el exterior, lo que dará **continuidad a la consecución de saldos positivos por cuenta corriente en 2015 y 2016 (promedio: 1,3% del PIB)** y la finalización del ajuste del déficit estructural de la balanza por cuenta corriente.

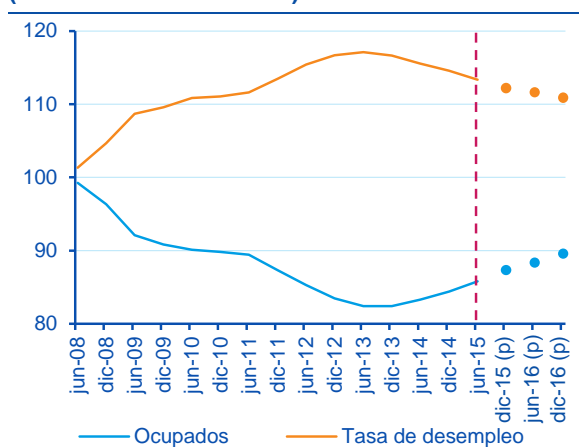
La creación de empleo prosigue, pero todavía queda un largo camino por recorrer

El crecimiento económico previsto y la mayor eficiencia del mercado de trabajo contribuirán a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo durante el próximo bienio. Así, en 2015 se espera un aumento del número de ocupados del 3,2% y una reducción de la tasa de paro de 2,2 puntos (hasta el 22,2%), una décima menos que la prevista en mayo. En 2016, la creación de empleo se situará en el 3,0%, pero la disminución de la tasa de paro (hasta el 20,5%) será menos intensa que la proyectada para 2015 dado el crecimiento esperado de la población activa.

A pesar de que las perspectivas laborales son favorables, la distancia a los niveles precrisis continuaría siendo notable a finales del próximo año. Como ilustra el Gráfico 3.21, en el 4T16 la ocupación sería en torno a un 10% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría 10 puntos por encima. Por tanto, no cabe lugar para la complacencia. Para incentivar la contratación estable y proteger a los colectivos con mayores dificultades de inserción laboral, sería deseable conjugar una simplificación efectiva del menú de contratos con un cambio sustancial del sistema indemnizatorio. Al respecto, BBVA Research y Fundación Sagardoy (2014) sugieren un sistema mixto en el que una parte de la indemnización por finalización del contrato dependería de la antigüedad del trabajador en la empresa y la otra, de una cuenta de ahorro individual similar al modelo austriaco²³. Esta reforma atenuaría la incertidumbre que obstaculiza la contratación indefinida, propiciaría la inversión en capital humano específico, aumentaría la productividad, incentivaría la movilidad laboral y geográfica, beneficiaría la reasignación sectorial del empleo y ayudaría a modernizar la negociación colectiva.

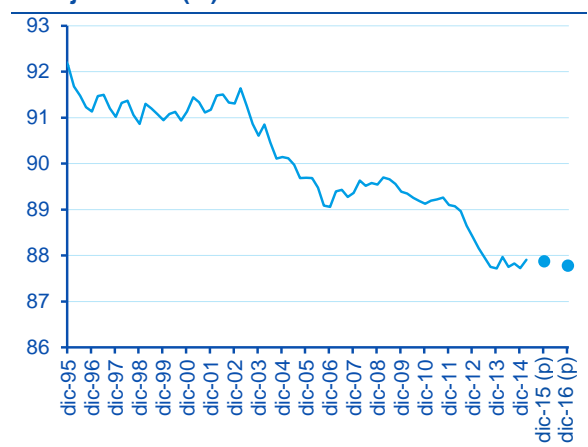
La evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo -que crecerá un 5,5% entre 2015 y 2016- sugiere un aumento insignificante de la productividad aparente del factor trabajo (PAFT), tanto este año (0,2%) como el próximo 2016 (0,2%). Estos incrementos están en línea con los registrados en la anterior fase expansiva (0,4% en el promedio 2000-2007), pero son menores que los observados durante la crisis (2,1% en el promedio 2008-2013).

Gráfico 3.21
España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



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

Gráfico 3.22
España: puestos de trabajo ETC / puestos de trabajo totales (%)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

23: Más detalles en BBVA Research y Fundación Sagardoy (2014): "Medidas para favorecer la contratación indefinida", Observatorio Económico España, Madrid. Disponible en: <https://goo.gl/5kj1ja>

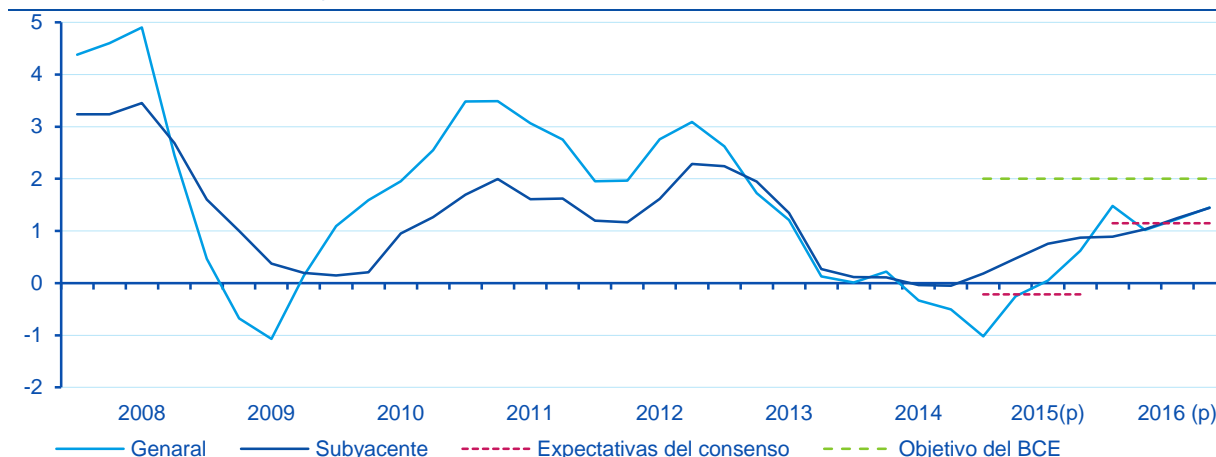
El cambio de tendencia en la inflación se consolidará durante el presente bienio

Si bien la actualización del escenario macroeconómico incluye una menor depreciación del tipo de cambio del euro y un precio medio del petróleo ligeramente por debajo del previsto hace tres meses, **la presión adicional sobre la inflación será compensada por la mejora de las expectativas a medio plazo**. Como se adelantaba en ediciones anteriores de esta publicación, a esta mejoría **contribuyen las medidas de política monetaria** que desde mediados del año pasado ha venido implementando el BCE (reducción de tipos de interés, fomento de la disponibilidad de crédito, expansión cuantitativa), así como la mejora de la demanda doméstica y el mercado laboral.

En consecuencia, se mantiene la previsión de caída marginal de los precios al consumo para el conjunto de 2015 (-0,2% a/a) y se mejora la previsión de inflación subyacente en 0,3 pp hasta el 0,6% (véase el Gráfico 3.23). **En 2016, los precios seguirán una trayectoria claramente ascendente tanto en España como en Europa, hasta alcanzar en ambos casos el 1,3% en promedio**, todavía por debajo de los objetivos de la autoridad monetaria.

Gráfico 3.23

España: datos observados y expectativas de inflación (% a/a)



(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Consensus Forecast Inc.

El escenario no está exento de riesgos

A pesar de que la economía española continúa creciendo a un ritmo saludable que, en el escenario más probable, se saldará con una recuperación acumulada de casi seis puntos del PIB durante el presente bienio, **persisten algunos riesgos externos e internos** que penden sobre la recuperación.

A nivel externo, se advierten mayores riesgos asociados a una desaceleración del crecimiento global, tanto en los países emergentes como en los desarrollados, que podrían incidir negativamente en la demanda de bienes y servicios españoles. Igualmente, los riesgos geopolíticos siguen siendo una amenaza y, por otro lado, continúa habiendo incertidumbre respecto a la respuesta de algunos mercados emergentes a los cambios de la política monetaria por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos.

A nivel doméstico, también se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos. En particular, se prevé que en ausencia de medidas adicionales, el déficit de las AA. PP. se sitúe en el 4,5% del PIB al cierre del año, sobrepasando así el objetivo de estabilidad. Dada la recuperación cíclica de la economía, la desviación prevista implica que durante el año en curso se habrían tomado medidas discrecionales de carácter expansivo cercanas a medio punto del PIB, a pesar del ambicioso proceso de

desapalancamiento estructural del sector público que todavía queda por delante. Aunque la magnitud de la potencial desviación no es elevada, hay que recordar que uno de los principales activos de la economía española durante los últimos años ha sido su capacidad de reducir el déficit público estructural. Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas y, por lo tanto, la confianza de las instituciones europeas, es clave para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior. Si a esta incertidumbre sobre la política fiscal se añaden las dudas que pudieran surgir sobre el resto de las medidas que se implementarán durante los siguientes años, la vulnerabilidad de la economía española se incrementaría considerablemente. Dichas dudas se pueden acrecentar ante las citas electorales que se producirán durante los siguientes meses. Por lo tanto, es indispensable que se aprovechen estos últimos meses de legislatura para tomar las medidas necesarias que garanticen el cumplimiento de la meta de déficit y continuar con las reformas que hagan que el proceso de consolidación fiscal sea más virtuoso y menos doloroso.

4 Cuadros

Cuadro 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

Promedio anual, %	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
Estados Unidos	2,3	2,2	2,4	2,5	2,8
Eurozona	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Alemania	0,6	0,2	1,6	1,5	1,9
Francia	0,3	0,7	0,2	1,3	1,7
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,3
España	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Reino Unido	0,7	1,7	3,0	2,5	2,3
América Latina *	2,8	2,5	0,8	0,3	1,2
México	4,0	1,4	2,1	2,5	2,7
Brasil	1,8	2,7	0,2	-1,5	0,5
EAGLES **	5,7	5,6	5,2	4,8	5,2
Turquía	2,1	4,1	2,9	3,0	3,9
Asia-Pacífico	5,7	5,9	5,7	5,7	5,6
Japón	1,8	1,5	-0,1	1,3	1,2
China	7,8	7,7	7,3	6,7	6,2
Asia (exc. China)	4,1	4,5	4,3	4,9	5,1
Mundo	3,4	3,4	3,4	3,4	3,8

(p): previsión

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

Previsiones Macroeconómicas: Tipo de interés a 10 años

Promedio anual	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
EEUU	1,8	2,3	2,5	2,3	2,6
Alemania	1,6	1,6	1,2	0,6	1,0

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 31 de agosto de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio

Promedio	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,92	0,91
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,09	1,10
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,65
USD-JPY	79,8	97,5	105,8	123,3	131,7
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,18	6,22

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales

Fin de periodo	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,60	4,60

(p): previsión

Fecha de cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5

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

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
PIB real	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,9
Consumo privado	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,7
Consumo público	-0,1	0,2	0,6	0,8	0,8
Formación Bruta de Capital Fijo	-3,5	-2,3	1,2	1,9	3,9
Inventarios (contribución al crecimiento)	-0,7	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	-2,2	-0,7	0,9	1,5	1,9
Exportaciones (bienes y servicios)	2,9	2,1	3,7	4,4	5,1
Importaciones (bienes y servicios)	-0,6	1,3	4,0	4,8	5,6
Demanda externa (contribución al crecimiento)	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Precios					
IPC	2,5	1,4	0,4	0,3	1,3
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	1,2
Mercado laboral					
Empleo	-0,5	-0,7	0,8	1,0	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,3	12,0	11,6	11,0	10,4
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,6	-2,9	-2,4	-2,2	-1,8
Deuda (% PIB)	89,1	90,9	91,9	93,2	92,9
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	1,8	2,1	2,6	2,5

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.6

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

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Actividad					
PIB real	-2,1	-1,2	1,4	3,2	2,7
Consumo privado	-2,9	-2,3	2,4	3,3	2,5
Consumo público	-3,7	-2,9	0,1	1,3	0,6
Formación Bruta de Capital	-8,3	-3,7	4,2	4,2	5,7
Equipo y Maquinaria	-9,1	5,3	12,2	6,5	6,3
Construcción	-9,3	-9,2	-1,5	4,8	4,8
Vivienda	-9,0	-7,6	-1,8	2,6	7,1
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-4,3	-2,7	2,2	3,0	2,7
Exportaciones	1,2	4,3	4,2	4,7	7,1
Importaciones	-6,3	-0,5	7,6	4,5	7,5
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,2	1,4	-0,8	0,1	0,0
PIB nominal	-1,9	-0,6	0,9	4,0	4,5
(Miles de millones de euros)	1055,2	1049,2	1058,5	1100,8	1149,8
PIB sin inversión en vivienda	-1,7	-0,9	1,5	3,2	2,6
PIB sin construcción	-1,1	-0,2	1,7	3,0	2,5
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-4,3	-2,8	1,2	3,2	3,0
Tasa de paro (% población activa)	24,8	26,1	24,4	22,2	20,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-4,4	-3,3	1,2	3,0	2,5
Productividad aparente del factor trabajo	2,3	2,0	0,2	0,2	0,2
Precios y costes					
IPC (media anual)	2,4	1,4	-0,2	-0,2	1,3
IPC (fin de periodo)	2,9	0,3	-0,5	0,6	1,5
Deflactor del PIB	0,2	0,7	-0,5	0,8	1,7
Remuneración por asalariado	-0,6	1,7	-0,2	1,0	1,5
Coste laboral unitario	-3,0	-0,3	-0,4	0,8	1,3
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,3	1,4	0,8	1,3	1,4
Sector público					
Deuda (% PIB)	84,4	92,1	97,7	98,8	98,0
Saldo AA. PP. (% PIB) (*)	-6,6	-6,3	-5,7	-4,5	-3,0
Hogares					
Renta disponible nominal	-3,0	-0,3	1,4	2,8	3,1
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,9	9,7	10,7	9,9	9,8

(p): previsión

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

Fecha cierre de previsiones: 31 de julio de 2015.

Fuente: organismos oficiales y 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
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

España

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

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

Alba Duchemin
alba.duchemin@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

Guillermo García
guillermo.garcia.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

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

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito Legal: M-31254-2000