

Situación España

Tercer trimestre de 2014
Unidad de España

- Se acelera la recuperación, aunque se perciben riesgos respecto a la composición del crecimiento y a la cuenta corriente.
- Si bien la reforma fiscal apoyará el crecimiento a corto plazo, no se debe dejar pasar la oportunidad de mejorarla.
- La recuperación de la demanda global y las ganancias de competitividad impulsarán las exportaciones.
- Entre 2014 y 2015 la economía creará más de 500 mil empleos, pero los desequilibrios del mercado de trabajo demandan más reformas.

Índice

1. Editorial	3
2. El escenario global mejora, pero más lentamente de lo esperado	6
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	8
4. Cuadros	26

Fecha de cierre: 4 de agosto de 2014

1 Editorial

Respecto a la última publicación de Situación España, las previsiones de crecimiento del Producto Interior Bruto se revisan al alza, hasta el 1,3% en 2014 y el 2,3% en 2015, tras la materialización del sesgo positivo adelantado hace tres meses. El efecto acumulado de estas revisiones implica que en 2015 el PIB será más de medio punto porcentual mayor que el esperado en mayo. Esta mejora en el escenario para la economía española se explica por varios factores, tanto externos como domésticos.

En primer lugar, aunque los datos han confirmado las estimaciones de crecimiento del PIB en tiempo real que BBVA Research ha venido actualizando a lo largo del segundo trimestre, este crecimiento ha estado ligeramente por encima de la previsión realizada hace tres meses. Por un lado, la mejora de los fundamentales relevantes para la toma de decisiones de gasto de familias y empresas ha sido mayor de la que se preveía. Prueba de ello es el buen desempeño que se ha observado en los mercados financieros o la reducción de la incertidumbre que se refleja en las distintas encuestas de confianza. Asimismo, ciertos impulsos fiscales al consumo de bienes duraderos se han extendido en el tiempo. Más importante aún, este mayor dinamismo se ha producido al mismo tiempo que continúa el esfuerzo de reducción del déficit público, que mantiene su mejoría y que, con una probabilidad elevada, se situará a final de año en el objetivo previsto. Finalmente, y después de un período de volatilidad, las exportaciones han vuelto al crecimiento. Todo lo anterior permitió que durante el segundo trimestre del año la economía volviera a presentar una aceleración de su crecimiento hasta el 0,6% frente al trimestre anterior.

Estas tendencias parecen estar manteniéndose durante el tercer trimestre del año, por lo que se estima que el crecimiento continuaría alrededor del registrado durante el segundo. Si el progreso de los indicadores observados en julio se consolida, el crecimiento se situará entre el 0,5% y el 0,6% durante el tercer trimestre. En términos de la tasa anualizada, el crecimiento del PIB se estaría acercando ya al 2,5%, de manera que la recuperación adquiere una velocidad que ayuda a una más rápida absorción de los importantes desequilibrios que todavía muestra la economía española.

En segundo lugar, se espera que las exportaciones vuelvan a crecer de forma sostenida y constante después de un período de volatilidad. Por un lado, los problemas de demanda durante el último año deberían disiparse gradualmente, conforme se produzca un crecimiento generalizado en economías desarrolladas y emergentes. Por otro lado, el incremento que se ha venido observando en la inversión en maquinaria y equipo (12,3% durante los últimos cinco trimestres) apunta a que la capacidad instalada en el sector externo está aumentando y podría hacer frente a la aceleración del crecimiento mundial. Finalmente, se espera que durante los próximos trimestres se registre una depreciación del euro como consecuencia de los diferenciales de crecimiento y tipos de interés que se consolidarán entre Europa y algunas economías desarrolladas, como EE.UU. y Reino Unido.

En tercer lugar, las políticas adoptadas por el Banco Central Europeo deberían facilitar la reducción de los tipos de interés que enfrentan familias y empresas, así como incrementar el crédito, sobre todo a partir del próximo año. El BCE ha anunciado medidas que harán que la política monetaria sea más laxa de lo que se esperaba hace tres meses y que, de acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, podrían incrementar el nivel de crédito de la economía española a medio plazo alrededor de 50 mil millones de euros respecto a un escenario en el que dichas políticas no se hubiesen implementado. Lo anterior debería apoyar un entorno donde ya se percibe una recuperación de los nuevos flujos de crédito, sobre todo en los sectores minoristas (hogares y préstamos a empresas por debajo del millón de euros), cuya

tendencia subyacente creció en junio cerca del 8% en términos interanuales. Esto no impedirá que el necesario proceso de desapalancamiento de algunos sectores y agentes continúe.

Finalmente, la política fiscal en 2015 también será algo menos contractiva de lo que se esperaba. El Gobierno ha anunciado una reforma impositiva que incluye una disminución de la carga sobre familias y empresas durante los próximos dos años. La recuperación de la economía ha permitido que la recaudación mejore, pero también que algunos gastos vayan reduciendo su peso relativo en el PIB. Como consecuencia, se prevé que el cumplimiento del objetivo de déficit a finales de 2014 y el mayor dinamismo de la actividad permitan absorber una parte de la reducción de la carga impositiva en 2015, que a su vez incrementará el PIB de ese año en torno a dos décimas.

Los riesgos a este escenario son varios. En el ámbito internacional, la prolongación del estancamiento en algunas economías desarrolladas, junto con niveles de endeudamiento elevados y el agotamiento del espacio para implementar políticas fiscales y monetarias expansivas sería una combinación peligrosa. Asimismo, diversos eventos de carácter geopolítico amenazan con incrementar la incertidumbre, a pesar de que hasta ahora su impacto sobre la economía real y el sector financiero ha sido reducido. Finalmente, Europa continuará andando el camino hacia la unión bancaria y el BCE enfrenta la evaluación de los activos de la banca buscando credibilidad, al mismo tiempo que asegura la estabilidad del sistema financiero europeo.

A nivel doméstico, el deterioro de la cuenta corriente es preocupante, dada la necesidad de continuar con el proceso de desapalancamiento respecto al resto del mundo. A este respecto, se espera que la mayor sensibilidad que han mostrado las importaciones a la demanda interna sea temporal, en parte por el agotamiento del impacto de incentivos fiscales a la compra de automóviles. En segundo lugar, el propio crecimiento de algunos de los componentes de la demanda interna debería moderarse. Por ejemplo, una parte del aumento del consumo privado se debe a la reducción de la incertidumbre y a la disminución del ahorro y, por lo tanto, es transitorio. En todo caso, aunque la evidencia apunta a que durante la crisis se ha observado un proceso de sustitución de importaciones, no puede descartarse una vuelta a paradigmas previos a la crisis. Finalmente, existe el riesgo de que la desaceleración de las exportaciones de bienes se deba a factores de oferta.

De la misma manera, **aunque la reforma fiscal introduce avances en distintos ámbitos, incluye medidas que pueden ralentizar la disminución del endeudamiento con el resto del mundo.** Por ejemplo, resulta particularmente positiva la redistribución de la carga impositiva, al reducir la directa respecto a la indirecta. Asimismo, se avanza en la simplicidad y neutralidad del sistema, al mismo tiempo que se amplían las bases y se reducen los tipos impositivos. Sin embargo, también es cierto que el progreso podría ser superior en estos ámbitos, como lo demuestra la comparación de la reforma aprobada con las recomendaciones que se han hecho desde la comisión de expertos o desde distintas instituciones. En particular, la reforma no incorpora algunas medidas que podrían maximizar los efectos sobre el crecimiento a medio y largo plazo, e incluye otras que pueden ralentizar el proceso de desapalancamiento de la economía. Por un lado, aunque a corto plazo el mayor crecimiento del PIB hace más probable el cumplimiento de los objetivos de déficit, a medio plazo harán falta más medidas para lograr una reducción significativa de la deuda pública. Al no contemplar subidas impositivas que compensen la caída estructural esperada de la recaudación, el desapalancamiento de las AA. PP. se retrasa y genera incertidumbre. Asimismo, en términos de creación de empleo y crecimiento sigue siendo necesaria una redistribución de la carga fiscal desde las cotizaciones sociales a la imposición indirecta. Al dejar esta última constante y, al mismo tiempo, aumentar el ingreso disponible de las familias, parte del impulso tenderá a favorecer el crecimiento de las importaciones, lo que dificulta el necesario cambio de modelo productivo en la economía española. En cambio, la alternativa de reducir las contribuciones empresariales a la Seguridad Social hubiera favorecido la creación de más

empleo y la reducción de los costes laborales de los empleadores, lo que les permitiría absorber la subida de la imposición indirecta y mejoraría su competitividad respecto a sus competidores externos.

Como se ha repetido en ediciones anteriores de esta publicación, es indispensable continuar adoptando reformas ambiciosas que mejoren el funcionamiento de la economía. Pese a la mejora de la coyuntura del mercado de trabajo, persisten desequilibrios notables. Por ello, se valora positivamente la puesta en marcha del Sistema Nacional de Garantía Juvenil que tiene por finalidad que los menores de 25 años no ocupados ni integrados en los sistemas de educación o formación puedan recibir una oferta de empleo, educación, formación de aprendiz o prácticas tras acabar la educación formal o quedar desempleados. Sin embargo, la insuficiencia de fondos destinados al programa y las dificultades de inserción laboral inherentes al colectivo de jóvenes –sobre todo, de aquellos con escaso nivel formativo– podrían limitar el alcance de la Garantía Juvenil.

2 El escenario global mejora, pero más lentamente de lo esperado

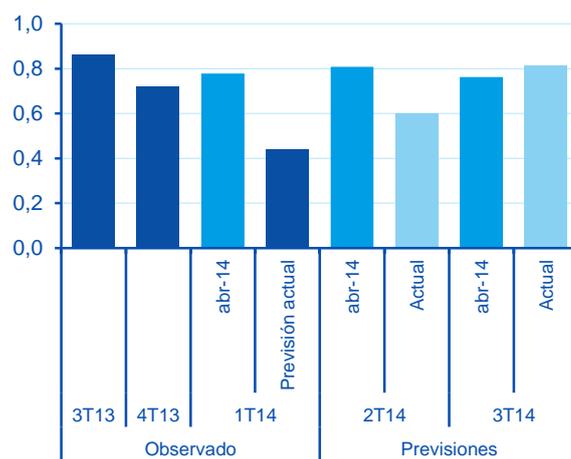
Tanto los indicadores financieros como los relacionados con la actividad real envían señales consistentes con un escenario favorable al crecimiento, a pesar de la aparición de eventos de riesgo geopolítico. Por un lado, la tensión en los mercados financieros se mantiene en valores históricamente bajos en los mercados emergentes¹ y desarrollados (véase el Gráfico 2.1). Lo anterior, a pesar del surgimiento de diversos factores de riesgo de carácter geopolítico que, por el momento, no han alterado las expectativas de crecimiento mundial. Por otro, la actividad industrial global siguió creciendo hasta mayo cerca del 3,4% anual, por encima del 3,0% de finales de 2013, y el comercio mundial se recuperó del intenso y generalizado ajuste a la baja sufrido en el primer trimestre de 2014.

Gráfico 2.1
Índice de tensiones financieras de BBVA Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
PIB global (% t/t)



Fuente: BBVA Research

La caída del PIB en EE. UU. explica la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento mundial en 2014, aunque se percibe como un fenómeno transitorio. El descenso del PIB de EE. UU. del 2,1% trimestral anualizado en el 1T14 fue el más intenso de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado a un 4,0% trimestral anualizado en el 2T14, aunque el arrastre del comienzo del año sobre la estimación de crecimiento mundial para el conjunto de 2014 ha sido importante (véase el Gráfico 2.2).

Por su parte, continúa la incertidumbre sobre el impacto que tendrán los cambios en la política monetaria de la Reserva Federal en los mercados financieros. La Reserva Federal dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las expectativas de inflación determinarán el ritmo y las medidas a tomar. En el escenario más probable, la primera subida de la tasa de los fondos federales se producirá en el 2S15. Sin embargo, si las medidas tomadas han sido excepcionales por su intensidad y duración, la salida de las mismas también puede tener efectos inéditos, tanto en los flujos globales de

1: El reciente repunte de la segunda quincena de julio en las tensiones financieras en mercados emergentes se circunscribe a Rusia, con gran peso en los índices.

capital como en los precios de los activos financieros, especialmente en el caso de las economías emergentes como se vislumbró entre abril y mayo de 2013.

Se mantiene la previsión de crecimiento para la zona del euro en el 1,1% para 2014 y en el 1,9% para 2015, aunque el sesgo es al alza. Los indicadores de coyuntura son consistentes con una suave recuperación del PIB, que habría aumentado el 2T14 cerca del 0,3% (0,2% en el 1T14), en línea con un crecimiento esperado del 1,1% para el conjunto del año. Los principales factores de soporte de la recuperación son la sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, la reducción de la incertidumbre, el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo, las reformas implementadas a nivel nacional y un entorno exterior que es más positivo. A lo anterior se une ahora **el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE**, que ha ido más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres con medidas enfocadas hacia mantener en niveles bajos las tasas de interés, favorecer la financiación bancaria y, a la vez, facilitar la disponibilidad de crédito para hogares y empresas. En todo caso, existen factores de riesgo a tomar en cuenta, como el **empeoramiento de la crisis de Ucrania** y los corolarios de **sanciones económicas a Rusia**, a lo que no sería ni mucho menos inmune la zona del euro y, en particular, alguno de sus principales países.

¿Hacia dónde se dirige el escenario económico global?

Los indicadores de confianza y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina de la economía mundial, que permitiría alcanzar un crecimiento del 3,3% en 2014, tres décimas más que en 2013. El mantenimiento de unas condiciones favorables de financiación global y el apoyo de las políticas económicas de demanda contribuirían a que el crecimiento se acelerase en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con un aumento de la aportación de las economías más desarrolladas, que podrían, poco a poco, ir planteando la salida de los estímulos excepcionales de los últimos años.

Sin embargo, el ritmo de salida de la recesión parece moderado en comparación histórica, más si se considera la intensidad y duración de los apoyos de las políticas económicas. Con el moderado crecimiento y una inflación anclada, los tipos de interés nominales se mantienen en mínimos históricos. Un escenario como este puede terminar distorsionando la toma de decisiones de endeudamiento e inversión, y la relación entre riesgo y rentabilidad esperada, lo que puede afectar a las correctas valoraciones de los activos financieros. Una situación de “estancamiento prolongado” puede plantear un reto en la gestión de las políticas económicas, no sólo de las economías desarrolladas sino también en las emergentes, afectadas por entradas de flujos que buscan rentabilidad.

3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

Se acelera la recuperación, apoyada en factores internos y externos

La economía española cerró el primer semestre de 2014 con una aceleración de la recuperación emprendida un año atrás. La mejora de la actividad siguió transcurriendo al hilo de la normalización de los mercados financieros, en un contexto de tipos de interés libres de riesgo históricamente reducidos, caídas de las primas de riesgo superiores a las que se esperaban a principios del año y revalorización generalizada de las cotizaciones bursátiles. **Aunque el proceso de fragmentación del sector financiero europeo continúa, en España se advierten señales positivas en la financiación de empresas y familias.**

En lo que respecta a la economía real, la actividad en los principales socios del país mostró señales antagónicas a lo largo del primer semestre del año. Así, mientras que las economías de algunos países emergentes (China y Latinoamérica) se desaceleraron, la reactivación de las desarrolladas prosiguió, si bien mostrando cierta volatilidad en el corto plazo (principalmente, en Estados Unidos). A su vez, desde abril se registra una depreciación del tipo de cambio del euro que, junto con el ajuste de los precios relativos y la cobertura proporcionada de la demanda europea, **habría permitido expandir la cifra de negocios de los exportadores españoles tras la presión a la baja experimentada a comienzos del año.**

Por el lado doméstico, la evolución de la demanda ha sorprendido al alza, sobre todo la privada. Si bien lo anterior **se ha apoyado, en parte, en factores estructurales**, tales como la disminución de las tensiones financieras, el efecto arrastre derivado de la reorientación productiva hacia el exterior y algunas de las reformas acometidas, **también han influido algunos elementos que han incentivado un adelantamiento transitorio de la demanda futura.** Dentro de estos últimos, destaca el carácter todavía expansivo de la política monetaria europea y, recientemente, el cambio de tono de la política fiscal.

Estos últimos dos elementos condicionarán el devenir de la economía española en lo que resta del presente bienio. En lo que respecta a la política monetaria, el BCE adoptó en junio un **nuevo paquete de medidas de expansión monetaria y estímulo a la disponibilidad de crédito** para las empresas y los hogares². En cuanto a la política fiscal, el Gobierno presentó a finales del segundo trimestre los anteproyectos de ley de la reforma fiscal que, en esencia, supone una **reducción escalonada de la tributación directa** –IRPF e Impuesto de Sociedades– en los años 2015 y 2016. En su conjunto, estos cambios en la política económica, junto con los buenos datos de coyuntura del primer semestre, fundamentan una **revisión al alza en las previsiones de crecimiento de corto plazo de la economía española, de 0,2 pp hasta el 1,3% en 2014 y de 0,4 pp hasta el 2,3% en 2015.**

Los cambios en las perspectivas de crecimiento presentados en este informe también entrañan algunas modificaciones en lo que respecta a su composición. La reducción de la presión fiscal sobre los agentes domésticos, junto con la previsible mejora en sus condiciones de financiación, darán lugar a un adelantamiento de sus decisiones de gasto e inversión. Además, esta inclinación del crecimiento hacia la demanda interna, supondrá un mayor aumento de las importaciones, que pesará negativamente sobre el saldo comercial a pesar del crecimiento robusto de las exportaciones. Así, **se revisa al alza la contribución de la demanda interna al crecimiento (hasta los 1,4 pp en 2014 y los 2,2 pp en 2015) y a la baja la aportación de la demanda externa neta (hasta los -0,1 pp en 2014 y los 0,2 pp en 2015).**

2: Entre las medidas cabe destacar la reducción del tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta 0,15%, la reducción de la retribución de la facilidad de depósito hasta el -0,1%, la implantación de un nuevo programa de Operaciones de Financiación a Largo Plazo, orientado a estimular el crecimiento del crédito al sector privado y, finalmente, la renovación de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria: en caso necesario se seguirán implementando medidas tanto convencionales como no convencionales.

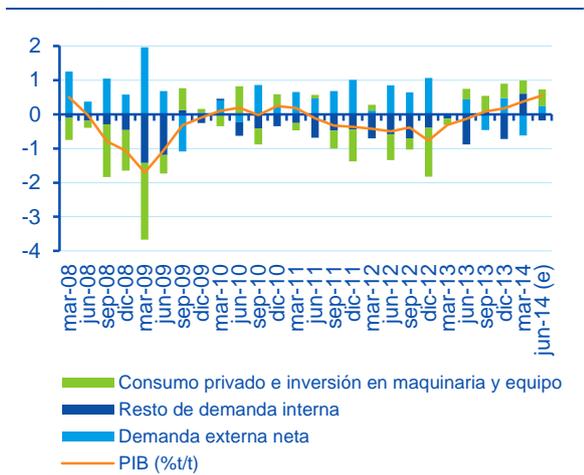
En cualquier caso, conviene recordar que persisten frentes abiertos cuya resolución es fundamental para consolidar la recuperación. A este respecto, tanto España como Europa deberán trabajar en políticas de oferta que aumenten la capacidad de crecimiento estructural. Asimismo, es imperativo garantizar que la adopción de políticas de demanda no retrasen los ajustes estructurales -tales como la corrección del endeudamiento público y privado-, dado que la recuperación de la economía española se fundamenta, al menos en parte, en la finalización de dichos ajustes. Finalmente, aunque las acciones recientes del Banco Central Europeo son bien valoradas y dan prioridad a una política monetaria que mantiene ancladas las expectativas de inflación, es necesario seguir avanzando hacia la unión bancaria.

El crecimiento de la economía española cumple un año en positivo

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 creció el 0,6% t/t en el 2T14³, en línea con lo que apuntaban las estimaciones en tiempo real (MICA-BBVA: entre un 0,5% t/t y un 0,6% t/t)⁴, aunque ligeramente por encima de lo anticipado hace tres meses**. De confirmarse esta estimación, la actividad habría encadenado cuatro trimestres de expansión, que se habrían saldado con un aumento interanual del 1,2% hasta junio. En lo que respecta a la composición, los indicadores parciales de coyuntura señalan que **tanto la demanda doméstica (principalmente, la privada), como la externa neta, habrían contribuido positivamente al crecimiento trimestral (en torno a los 0,3 pp en ambos casos)** (véase el Gráfico 3.1).

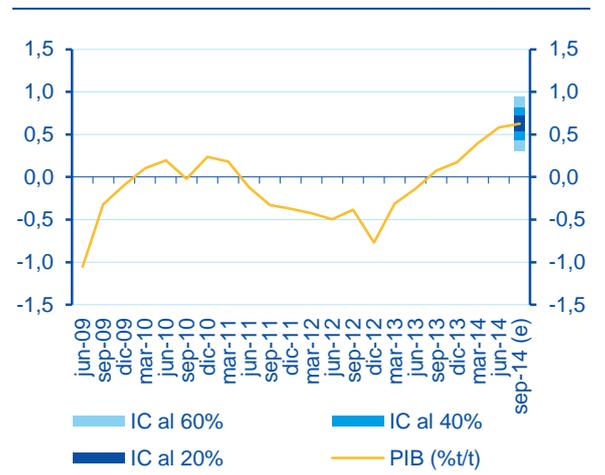
La información disponible del tercer trimestre sugiere que el ritmo de expansión podría ser similar al registrado durante el segundo (MICA-BBVA: entre el 0,5% y el 0,6% t/t) (véase el Gráfico 3.2). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁵, que evidencian una continua mejoría de 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)



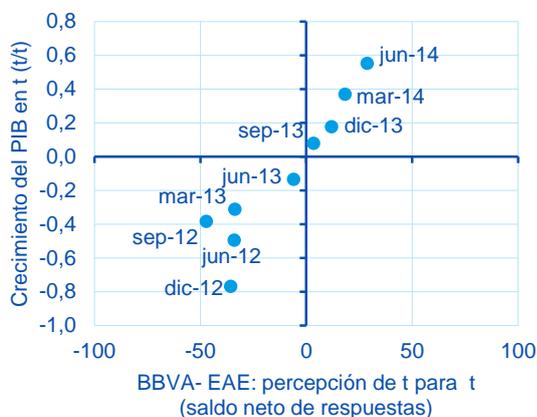
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

3: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 2T14 se publicará el próximo 28 de agosto, siendo posible la revisión de la estimación avance. Dicha estimación también podrá ser objeto de revisión con objeto de la adopción del nuevo estándar metodológico aprobado en la Unión Europea (el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 -SEC 2010), que sustituye al actual estándar (SEC 1995). Los primeros resultados en base contable 2010 se presentarán a finales de septiembre y corresponderán a la serie completa de la Contabilidad Nacional Anual (CNA). Para más información véase la nota metodológica publicada por el INE, disponible en: <http://www.ine.es/prensa/np846.pdf>.

4: 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: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1021_tcm348-231736.pdf.

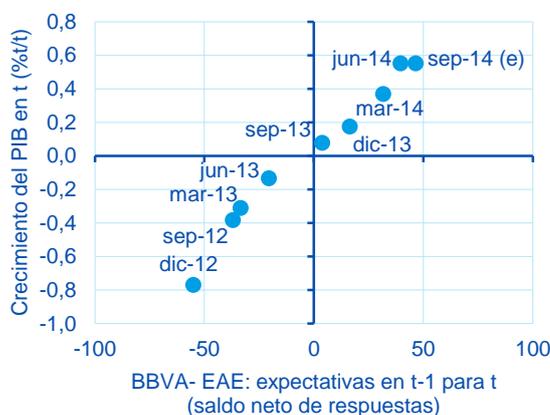
5: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/05/1405_Situacion_Espana1.pdf.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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

La demanda doméstica privada gana protagonismo

Los indicadores de consumo, principalmente de bienes duraderos y de servicios⁶, sugieren que **el crecimiento del gasto de los hogares se aceleró durante el segundo trimestre del 2014**. El progreso del componente salarial de la renta disponible de las familias, el aumento de su riqueza financiera neta⁷, la mejora de su percepción sobre la situación económica⁸ y la eficacia del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE)⁹, favorecida por el crecimiento del crédito al consumo, habrían estimulado el consumo privado entre abril y junio (véase el Gráfico 3.5). Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares habría crecido en torno a siete décimas en el 2T14 (2,2% a/a), alrededor de lo registrado en el trimestre precedente** (véase el Gráfico 3.6).

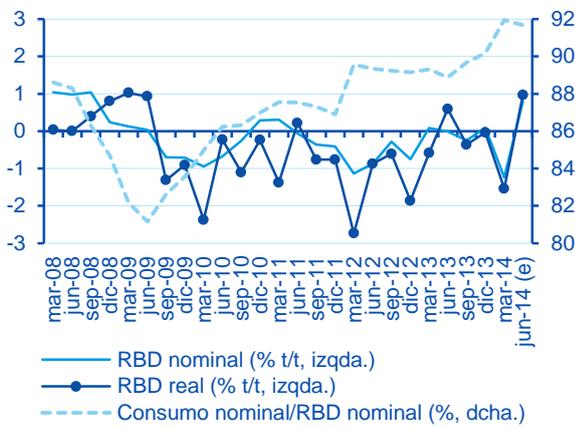
6: Véase la sección 3 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre del 2014 para un análisis detallado de la evolución del gasto en consumo por tipo de bien o servicio. <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-consumo-primer-semester-2014/>.

7: Se estima que un incremento del 1% trimestral de la riqueza financiera neta real provoca un aumento acumulado del consumo privado del 0,2% durante los próximos cuatro trimestres.

8: La percepción de los hogares sobre su situación económica futura ha mejorado de forma ininterrumpida desde ago-12, lo que ha tenido efectos significativos sobre su propensión a consumir. Véase el Recuadro 4 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2009 para un análisis detallado de cómo la evolución de las expectativas de los hogares condicionan su gasto en consumo. http://www.bbva.com/KETD/fbin/multi/0912_situacionconsumoespana_tcm346-207180.pdf?ts=2012014.

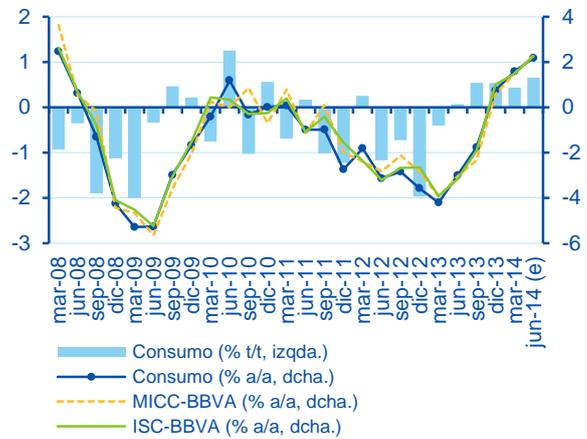
9: Según las estimaciones de BBVA Research, el PIVE ha aportado en torno a 9 décimas de consumo privado desde su primera convocatoria en octubre del 2012. Dado el contenido importador de las ventas de automóviles, la contribución del PIVE al crecimiento económico habría sido insignificante.

Gráfico 3.5
España: RBD de los hogares y propensión a consumir (Datos CVEC)



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

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



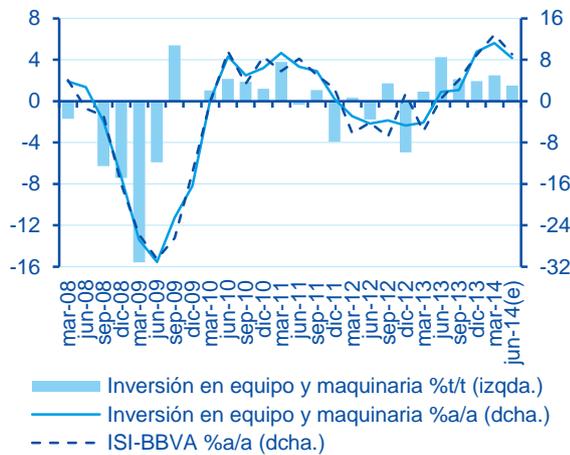
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El buen comportamiento exhibido por la inversión en maquinaria y equipo a lo largo del último año y medio se prolongó en el 2T14. La recuperación de las exportaciones y la ganancia de tracción de la demanda interna habrían vuelto a justificar la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión a lo largo del trimestre. Así, los indicadores parciales de esta partida de la demanda mostraron claros signos de expansión, destacando las ventas de vehículos comerciales e industriales y, en menor medida, la confianza y la producción industrial. De este modo, el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) estima para el 2T14 un **crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo del 1,5% t/t (8,3% a/a)** (véase el Gráfico 3.7).

Por su parte, **la inversión en vivienda volvió a mostrar una moderación del deterioro.** Las ventas de vivienda en los dos primeros meses del segundo trimestre se mantuvieron en torno a las 30.000 operaciones mensuales. El buen comportamiento de la demanda de extranjeros y la paulatina consolidación de la recuperación de los fundamentales de la demanda doméstica situó el nivel de ventas ligeramente por encima al del mismo periodo del año anterior, aunque todavía lejos de los niveles previos a la crisis (en torno a las 200.000 operaciones trimestrales entre 2004 y 2007). Por su parte, la aprobación de nuevos visados, que exhiben una elevada heterogeneidad territorial, continúa fluctuando en torno a mínimos históricos. Ante este escenario, **el indicador sintético de la inversión en vivienda (ISCV-BBVA) sugiere una nueva moderación de la contracción hasta el -0,2% t/t (-7,1% a/a)** (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

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

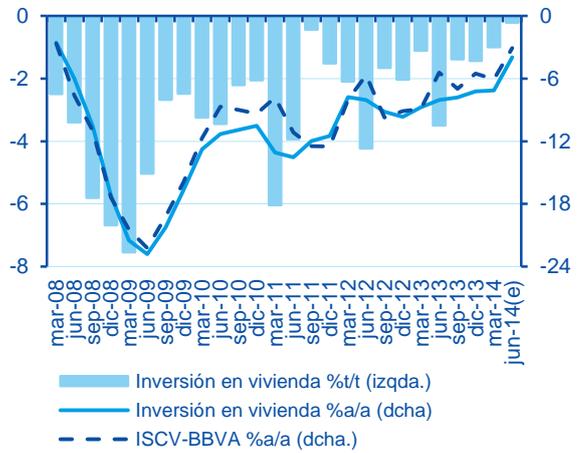


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8

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



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

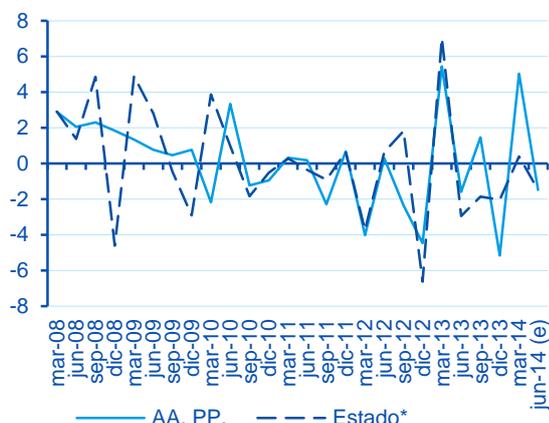
La demanda pública retoma la senda de ajuste

Con los datos de ejecución presupuestaria del Estado a junio se estima que, una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), el gasto en consumo final de la administración central volvió a caer en el 2T14 (véase el Gráfico 3.9). Así, **se estima que el consumo público habría cerrado el segundo trimestre del año con una caída en torno al 1,5% t/t (-0,5% a/a), tras el repunte del 4,4% trimestral registrado en el 1T14**. Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren que el ajuste se concentró en el componente no salarial del gasto. De hecho, el número de asalariados del sector público aumentó en torno a 10.000 personas CVEC entre abril y junio, en línea con el trimestre precedente (véase el Gráfico 3.10).

Por su parte, los datos de ejecución muestran que **el ajuste en la inversión pública se está atenuando**, lo que estaría anticipando una cierta **recuperación de la construcción no residencial, que se habría situado en torno al 1,8% t/t en el 2T14 (-2,9% a/a)**, tras el retroceso del 5,1% t/t observado en el trimestre anterior.

Gráfico 3.9

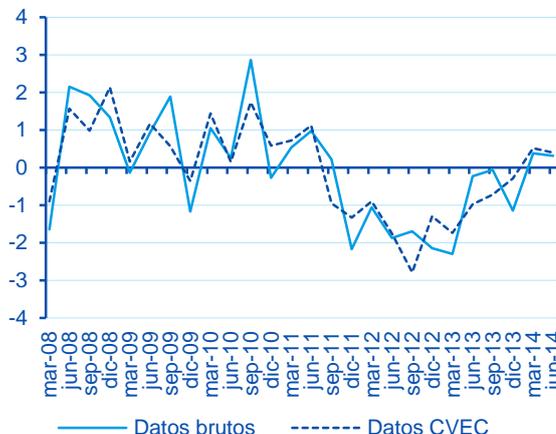
España: consumo público nominal (% t/t, datos CVEC)



(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(% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las exportaciones vuelven a su senda de expansión

Durante el primer trimestre del año, las exportaciones españolas se desarrollaron en una **coyuntura internacional menos favorable que la anticipada**, marcada por la caída del comercio a nivel mundial y un euro más apreciado. Estos elementos adversos propiciaron un comportamiento exportador heterogéneo, caracterizado por el retroceso de las exportaciones de bienes y la fuerte expansión de las exportaciones de servicios. En consecuencia, el trimestre se cerró con un tono moderadamente contractivo (-0,4% t/t; 8,1% a/a).

Los datos disponibles del segundo trimestre permiten adelantar una senda más favorable para las exportaciones, si bien todavía incipiente. La demanda proveniente de la Unión Europea continúa ejerciendo de contrapeso a la ralentización de la demanda de otros mercados, mientras que el tipo de cambio ha comenzado una dinámica de depreciación tras el máximo alcanzado en abril. De esta forma, **los indicadores de coyuntura disponibles muestran señales positivas para el 2T14**. En concreto, tanto las exportaciones reales CVEC de bienes provenientes de la balanza comercial como el indicador de exportación de bienes y servicios de grandes empresas crecieron entre abril y mayo (véase el Gráfico 3.11). Además, el balance de la cartera de pedidos de exportación de la industria continúa en una senda de recuperación sostenida.

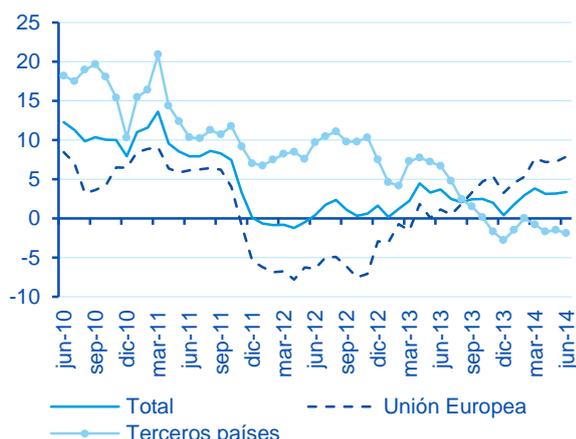
El turismo, por su parte, sigue mostrando aumentos en las llegadas de visitantes extranjeros, lo que ha permitido alcanzar un nuevo récord. Con todo, los aumentos son cada vez menores y se ven acompañados de un práctico estancamiento del gasto medio por turista, lo que reduce paulatinamente las contribuciones del consumo de no residentes al crecimiento.

Por lo tanto, la información coyuntural disponible a cierre de este informe adelanta que **durante el segundo trimestre de 2014 las exportaciones de bienes se recuperaron (1,8% t/t; 1,0% a/a), al tiempo que las de servicios crecieron a un ritmo más sostenible (0,5% t/t; 5,8% a/a)**. En resumen, se prevé un retorno de las exportaciones totales a una dinámica expansiva al alcanzar un crecimiento del 1,4% t/t (2,5% a/a) en el 2T14.

Por su parte, **en el segundo trimestre del año prosiguió la dinámica de recuperación de las importaciones (0,7% t/t; 3,8% a/a)**. Así, en línea con la evolución favorable de la demanda final, los datos coyunturales publicados hasta la fecha adelantan que el tono expansivo **se extendió a prácticamente la totalidad de la cesta importadora española** (véase el Gráfico 3.12).

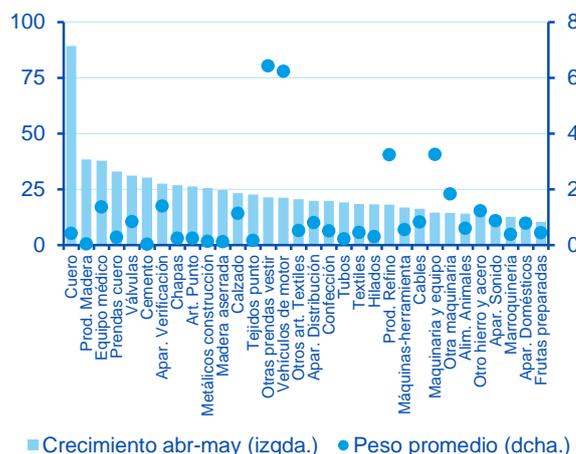
A raíz de los elementos citados, **el segundo trimestre de 2014 se cerró con una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento trimestral (de 0,3 pp)**. Por su parte, el saldo de la balanza por cuenta corriente retornó al equilibrio y concluyó mayo con un superávit de 550 millones de euros acumulado a 12 meses.

Gráfico 3.11
España: exportaciones de bienes y servicios de grandes empresas (media móvil 3 meses, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Agencia Tributaria

Gráfico 3.12
España: productos con mayor dinamismo importador (crecimiento superior al 10% a/a)



Nota: Clasificación Nacional de Productos por Actividades.
Fuente: BBVA Research a partir de Agencia Tributaria

El mercado de trabajo toma impulso

Los registros laborales del segundo trimestre del año revelaron que la recuperación del mercado de trabajo se ha consolidado. Así, la afiliación media a la Seguridad Social creció el 0,6% t/t CVEC en el 2T14 (0,7% t/t descontada la pérdida de cuidadores no profesionales), en línea con el trimestre precedente, lo que supuso la primera vez que se han registrado tres trimestres **consecutivos de crecimiento no estacional del número de afiliados desde el 1T08** (véase el Gráfico 3.13). Por su parte, la reducción del desempleo registrado se acentuó hasta el -2,1% t/t CVEC en el 2T14 desde el -2,0% del trimestre anterior, mientras que la contratación volvió a crecer entre abril y junio (4,4% t/t CVEC), tanto la temporal (3,8% t/t) como, sobre todo, la indefinida (11,5% t/t). En consecuencia, el porcentaje de contratos temporales disminuyó cinco décimas hasta el 91,9% CVEC¹⁰.

La EPA correspondiente al 2T14 confirmó el tono expansivo apuntado por los registros de afiliación y paro registrado. La ocupación sorprendió al alza y remedió el traspie del 1T14, lo que sugiere que el calendario de la Semana Santa jugó un papel relevante en la cadencia de creación de empleo durante el primer semestre del año. En términos brutos, el número de ocupados se incrementó en 402.400 personas entre abril y junio, en torno al 60% por motivos estacionales, debido al ascenso del número de asalariados del sector privado (379.100 personas). Si bien la tasa de temporalidad avanzó ocho décimas hasta el 24,0%, se mantuvo estable descontada la estacionalidad favorable del periodo.

El repunte inesperado de la población activa (92.000 personas) no contrarrestó el crecimiento de la ocupación, por lo que la tasa de paro disminuyó 1,5 puntos hasta el 24,5% (véase el Gráfico 3.14). Cabe destacar que **la caída trimestral de la tasa de desempleo es la mayor desde que existen datos**

10: Los registros de julio indican que el mercado laboral moderó su recuperación debido al deterioro del sector primario y al comportamiento decepcionante de los servicios. Cuando se corrigen las cifras de la estacionalidad positiva del periodo, se constata que la afiliación a la Seguridad Social volvió a crecer, pero que la contratación y el desempleo empeoraron. Véase: <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-la-dinamica-del-mercado-laboral-arranca-el-segundo-semestre-con-un-aprobado-tras-el-notable-del-primer/>.

homogéneos. De hecho, la reducción del paro fue notable incluso descontada la estacionalidad (-0,7 puntos hasta el 24,6%).

Gráfico 3.13

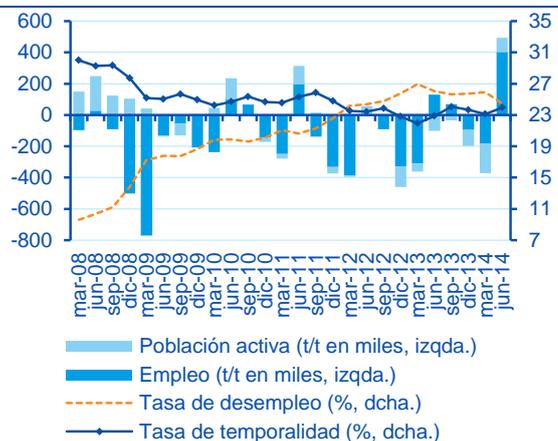
España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (variación mensual en miles de personas, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las ganancias de competitividad en precios y costes se mantienen

Tanto la inflación general como la subyacente se mantuvieron en niveles reducidos durante el segundo trimestre del año, en torno al 0,2% a/a y al 0,1% a/a en promedio, respectivamente¹¹. Hasta junio, la distribución de la inflación CVEC muestra que un 8,2% de subclases del IPC español registró tasas intermensuales negativas durante todo el último año, mientras que en el caso de Europa este porcentaje se situó en el 2,1% (véase el Gráfico 3.15).

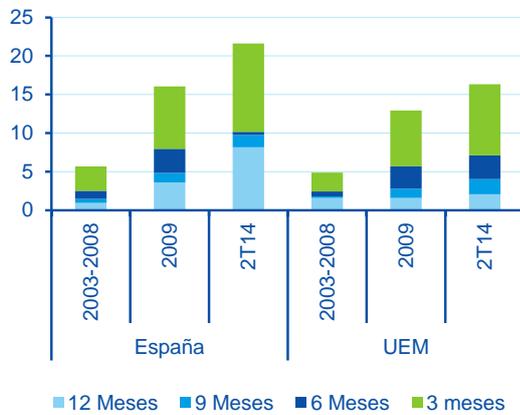
Dicha estabilidad en los precios continúa dándose en un contexto de moderación de la inflación europea y de necesidad de recuperación de la competitividad-precio en España. En línea con lo anterior, las estimaciones de BBVA Research indican que el componente tendencial del diferencial de inflación respecto a la zona euro es favorable a España desde mediados de 2011 y se mantiene próximo a los -0,7 pp (véase el Gráfico 3.16)¹².

11: El indicador adelantado del IPC confirmó la caída esperada de los precios al consumo (-0,3% a/a) derivada, principalmente de la absorción de efectos base y la caída de los precios de la electricidad. Nuestras estimaciones sugieren que los precios subyacentes se habrían mantenido estancados. Para más detalles véase: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/07/IPCA_jul14_maq.pdf.

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: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf.

Gráfico 3.15

UEM: proporción de partidas del IPC con tasas mensuales negativas por distinto grado de persistencia (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 3.16

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

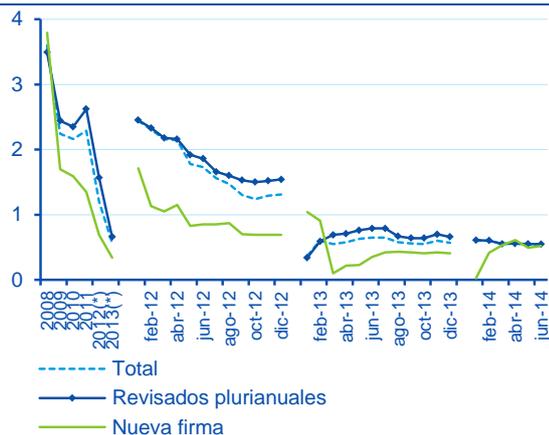


Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

La baja inflación ha continuado facilitando la contención de las demandas salariales durante el segundo trimestre. Al respecto, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,5% a/a entre abril y junio, tanto en los convenios firmados a lo largo del año en curso –que tan solo vinculan a 622.000 trabajadores– como en los revisados plurianuales. Este crecimiento es ligeramente inferior al establecido como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva¹³ para el conjunto del 2014 (véase el Gráfico 3.17). Esta 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 3% (véase el Gráfico 3.18).

Gráfico 3.17

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.

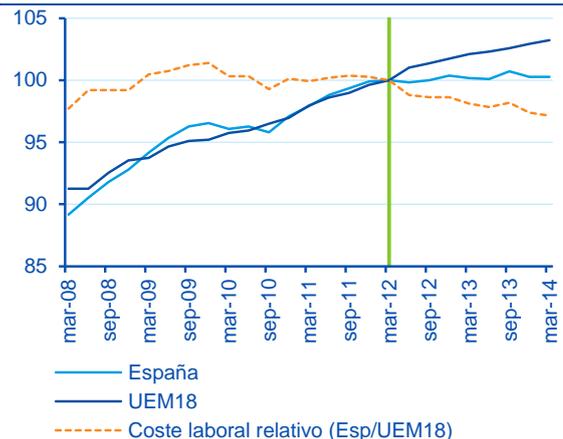
(*) Datos provisionales. La cifra de 2013 no es homogénea con la de los años precedentes. Véase:

http://www.empleo.gob.es/estadisticas/cct/CCT13DicAv/ANE/Resumen_CCT_diciembre_13.htm

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.18

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



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

13: Nótese que el II AENC 2012-2014 establecía que si el incremento del PIB en 2013 fuese inferior al 1%, el aumento salarial pactado para el 2014 no excedería del 0,6%.

Las nuevas operaciones de financiación al sector minorista siguen creciendo

Durante el primer semestre de 2014, las nuevas operaciones de financiación a grandes empresas (préstamos de más de un millón de euros) han registrado una caída media del 18,9% interanual, en parte explicada por el mejor acceso a otras fuentes de financiación. **La nueva financiación a pyme (préstamos de menos de un millón de euros) ha evolucionado favorablemente** y muestra un crecimiento medio de casi el 5,6% interanual, lo que refleja la apuesta de las entidades de crédito por este tipo de empresas.

La nueva financiación a los hogares ha mostrado signos de fortaleza. Así, ha aumentado a una tasa media interanual del 13,0% en la primera mitad del año, afectada por la evolución positiva de la nueva facturación de crédito al consumo, que ha crecido a una tasa media del 20,1% interanual en el primer semestre de 2014. Las nuevas operaciones de crédito vivienda han crecido el 19,5% interanual promedio en los primeros seis meses del año, afectadas por efecto base causado por los frágiles datos del mismo período del año anterior. Por último, el resto de la nueva financiación a hogares ha continuado con la mejora iniciada a primeros de año y se ha estabilizado.

En definitiva, aunque el total de nuevas operaciones no ha mostrado una recuperación clara -por estar notablemente afectado por la nueva financiación a grandes corporaciones- **las operaciones de financiación al segmento minorista**, que han registrado tasas medias de crecimiento en el entorno del 7,6%, **permiten continuar siendo optimistas**, sin olvidar el necesario proceso de desapalancamiento.

Gráfico 3.19

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



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2014-2015: revisión al alza, amparada en cambios de la política económica, con efectos en el corto plazo

Como se señala en la introducción, **los cambios en la política económica motivan una revisión al alza** de las cifras de crecimiento de la economía española. **En 2014 la actividad crecerá el 1,3% y en 2015 se acelerará hasta el 2,3%, 0,2 pp y 0,4 pp** por encima de lo que adelantaba la anterior edición de esta publicación (véase el Cuadro 3.1).

La respuesta a los impulsos fiscal y monetario recaerá principalmente sobre **la demanda doméstica, que adelantará su recuperación, pero sólo de forma transitoria.** En lo que respecta al sector exterior, el ritmo de expansión de la economía global augura un crecimiento todavía robusto de las exportaciones. Sin embargo, **el sesgo hacia la demanda interna supondrá una mayor expansión de las importaciones, que lastrará la aportación de la demanda externa neta al crecimiento.**

Aunque se siguen materializando algunos sesgos al alza, **no hay espacio para la complacencia**. La recuperación de la economía española parece cada vez más sólida, pero sigue estando condicionada, entre otros factores, a los ajustes estructurales. En este sentido, **el crecimiento que se espera no debe reducir el impulso reformador. Es apremiante que tanto España como Europa trabajen en políticas de oferta que mejoren las expectativas de crecimiento en el largo plazo**. Por último, aunque se aplaude la orientación de la política monetaria es necesario seguir avanzando hacia la unión bancaria en Europa.

Cuadro 3.1.

España: previsiones macroeconómicas

% a/a salvo indicación contraria	1T13	2T13	3T13	4T13	1T14	2T14 (e)	2013	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	-3,7	-3,1	-1,2	-0,3	1,1	1,4	-2,1	1,4	1,6
G.C.F Privado	-4,2	-3,0	-1,7	0,7	1,6	2,1	-2,1	1,9	2,0
G.C.F Hogares	-4,2	-3,0	-1,8	0,7	1,6	2,2	-2,1	1,9	2,0
G.C.F AA. PP.	-2,3	-3,4	0,2	-3,5	-0,2	-0,5	-2,3	0,1	0,6
Formación Bruta de Capital	-7,1	-6,0	-5,6	-1,8	-1,2	2,0	-5,2	1,2	4,7
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,2	-5,8	-5,3	-1,7	-1,1	2,0	-5,1	1,2	4,9
Activos Fijos Materiales	-7,9	-6,1	-5,6	-2,5	-1,7	1,0	-5,5	0,4	4,6
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-4,1	1,7	2,2	9,5	11,1	8,3	2,2	8,4	7,3
Equipo y Maquinaria	-4,1	1,8	2,2	9,6	11,3	8,3	2,2	8,5	7,3
Construcción	-9,8	-10,1	-9,8	-8,6	-8,7	-3,4	-9,6	-4,3	2,8
Vivienda	-8,8	-8,1	-7,8	-7,2	-7,1	-4,0	-8,0	-3,5	4,9
Otros edificios y Otras Construcciones	-10,6	-11,9	-11,4	-9,8	-9,9	-2,9	-10,9	-4,9	1,1
Variación de existencias (*)	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-4,3	-3,6	-2,1	-0,6	0,7	1,5	-2,7	1,4	2,2
Exportaciones	2,9	9,5	3,5	3,7	8,1	2,5	4,9	4,7	6,5
Importaciones	-4,9	3,2	0,6	2,7	9,3	3,8	0,4	5,1	6,4
Saldo exterior (*)	2,4	2,0	1,0	0,4	-0,2	-0,4	1,5	0,0	0,2
PIB real pm	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2	0,5	1,2	-1,2	1,3	2,3
PIB nominal pm	-0,8	-0,9	-0,7	0,0	-0,1	1,1	-0,6	1,5	3,7
Pro-memoria									
PIB sin inversión en vivienda	-1,5	-1,2	-0,8	0,2	0,9	1,4	-0,9	1,6	2,2
PIB sin construcción	-0,9	-0,5	0,0	0,9	1,6	1,7	-0,1	2,0	2,3
Empleo total (EPA)	-4,1	-3,4	-2,5	-1,2	-0,5	1,1	-2,8	1,0	2,1
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	26,9	26,1	25,6	25,7	25,9	24,5	26,1	24,5	23,1
Empleo total (e.t.c.)	-4,7	-4,0	-3,3	-1,6	-0,3	0,8	-3,4	0,8	1,7

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

Reorientación expansiva de la política fiscal

Hacia adelante, **el tono de la política fiscal estará marcado, fundamentalmente, por las medidas asociadas a la reforma de las administraciones públicas y, sobre todo, por el anuncio de la reforma fiscal**. En este sentido, aunque esta última avanza en mejorar la simplicidad y eficiencia del sistema, además de en aumentar las bases impositivas, y supone una rebaja de los principales impuestos estatales, básicamente, del IRPF y Sociedades, no introduce recomendaciones que podrían incrementar considerablemente su impacto sobre el crecimiento de la economía.

En el corto plazo, la rebaja impositiva supondrá un adelantamiento de la demanda doméstica privada, que dará lugar a un impulso al crecimiento en 2015 y 2016. Sin embargo, al no contemplar aumentos en la imposición indirecta que compensen la caída esperada de la recaudación, la presión del cumplimiento de los objetivos de déficit recaerá inevitablemente sobre la capacidad de contención del gasto

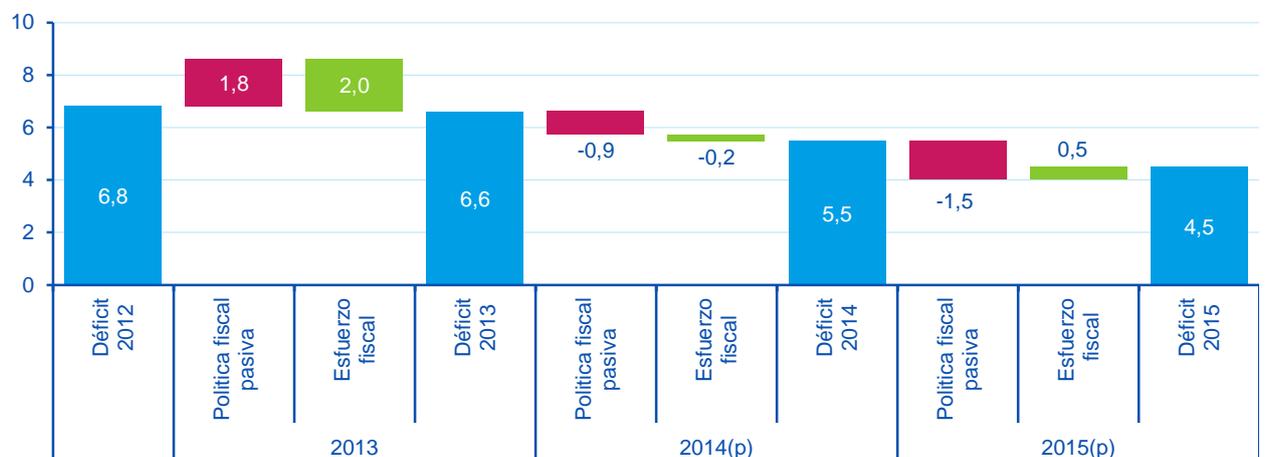
público, sobre el aumento de las bases impositivas y sobre la recuperación económica. En el corto plazo (ver más adelante), las medidas anunciadas hasta el momento pueden ser suficientes para cumplir con las metas de reducción del déficit público. Sin embargo a medio y largo plazo, dicha reducción impositiva requerirá de políticas adicionales que permitan generar superávits recurrentes que logren disminuir la elevada deuda pública. Por otro lado, en términos de creación de empleo y crecimiento **hubiera sido más efectivo que la rebaja se hubiera centrado en las cotizaciones sociales en lugar del IRPF.**

En este contexto, para 2014 se prevé que los efectos positivos de la recuperación económica compensen el incremento estructural esperado del gasto en prestaciones sociales y en intereses de la deuda, lo que reduciría el déficit en torno a 0,9 pp del PIB. Junto a ello, el impacto de las medidas de ajuste fiscal acometidas en años anteriores contendrá el déficit público en algo más de dos décimas del PIB según las previsiones de BBVA Research. Como resultado, **el déficit de 2014 se situará en torno al 5,5% del PIB, en línea con el objetivo de estabilidad presupuestaria estimado por el Gobierno** (véase el Gráfico 3.20).

Para 2015 las previsiones de BBVA Research sugieren que **la rebaja fiscal producirá una caída de los ingresos estructurales de las administraciones públicas** que, en el corto plazo, se verá compensada por el impulso cíclico de los recursos tributarios. Igualmente, el ciclo económico favorecerá la reducción del gasto público (sobre todo, del vinculado a las prestaciones por desempleo), pese a que quizá se siga observando un ligero ajuste estructural en algunas partidas de gasto, como la remuneración de asalariados. De esta forma, **se espera que, dadas las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit de 2015 se sitúe en torno al 4,5% del PIB, ligeramente por encima del objetivo de estabilidad (4,2%).** No obstante, en la medida en que la reforma de las haciendas locales comience a generar los ahorros previstos por el Gobierno, podría observarse un mayor ajuste del gasto durante el último tramo de 2015, lo que situaría el déficit en torno al objetivo.

En resumen, se espera que la consolidación fiscal suavice su contribución negativa al crecimiento durante 2014. Por la vertiente de los ingresos, se prevé una menor presión fiscal. Por el lado del gasto el consumo público moderará su ajuste durante la segunda parte de 2014, y registrará un práctico estancamiento en el conjunto del año (-0,1%). Por su parte, la inversión en construcción no residencial habría finalizado su ajuste, y se espera que recupere dinamismo a lo largo de todo 2014. Según las previsiones de BBVA Research, **el tono contractivo de la política fiscal desaparecerá en 2015.** Aunque es cierto que el impacto de la reducción del déficit público en la economía se irá reduciendo tanto por la necesidad de menores medidas (metas fiscales más laxas) como por una política monetaria más expansiva, continuar con el proceso de consolidación fiscal debería seguir siendo una de las prioridades más importantes del Gobierno. Esto permitirá una menor incertidumbre a futuro, generará un mayor ahorro (y por lo tanto, inversión) y ayudará a mantener el proceso de reducción de endeudamiento con el exterior. Todo lo anterior podría ralentizarse en caso de no mantenerse el compromiso con el despalancamiento del sector público.

Gráfico 3.20
España: ajuste esperado de las AA. PP.(*)
(% del PIB)



(*) Excluidas las ayudas al sector financiero.
(p) previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

La demanda interna privada se mantendrá a la cabeza del crecimiento en el corto plazo

Las perspectivas del consumo de los hogares han mejorado durante el último trimestre. La recuperación del empleo y la reducción del IRPF a partir del 2015, todavía en trámite, contribuirán a la recuperación de la renta disponible tanto este año como, sobre todo, el próximo. El crecimiento esperado de la riqueza financiera neta, la ausencia de presiones inflacionistas de demanda, la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos y el ajuste del ahorro compensarán el deterioro de la riqueza inmobiliaria y la incertidumbre asociada a la desaparición del PIVE. Por último, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando durante los próximos trimestres en un contexto de desapalancamiento del saldo vivo de crédito, y sostendrán el gasto de las familias a medio plazo, sobre todo, en bienes duraderos. Como resultado, **el consumo privado se revisa en torno a un punto al alza para el bienio 2014-2015 hasta el 1,9% y el 2,0%, respectivamente.**

Las expectativas sobre la inversión en maquinaria y equipo también han mejorado. A pesar de la moderación del crecimiento de las exportaciones en 2014, la expansión de la demanda final continuará estimulando la inversión productiva. Junto a ella, la acumulación de fondos propios por parte de las empresas y las recientes medidas de relajación monetaria y de apoyo a la disponibilidad de crédito aprobadas por el BCE facilitarán la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. En consecuencia, **la previsión de crecimiento de esta partida de la demanda se sitúa en el 8,5% en 2014 y el 7,3% en 2015, ligeramente por encima de lo estimado en el trimestre anterior.**

En contraste, las previsiones de la inversión en vivienda presentan pocas novedades respecto al escenario descrito en la anterior edición de esta publicación. Por el lado de la demanda, la recuperación de la confianza, la actividad y el empleo, junto con el buen tono de las compras de extranjeros y los bajos costes financieros, favorecerán al desempeño de las ventas de viviendas, que podrían cerrar el año en niveles levemente superiores a los de 2013. Por el lado de la oferta, aunque el mercado sigue mostrando una elevada heterogeneidad, la mayor parte del ajuste está realizado¹⁴. Así, la recuperación

14: De hecho, en algunas zonas como Alicante, Barcelona y Madrid los visados de construcción de viviendas llevan varios meses mostrando una tendencia positiva, aunque los niveles continúan en mínimos.

gradual de las ventas y la nueva caída de las viviendas terminadas suponen un avance en el proceso de reducción de la sobreoferta de vivienda nueva, un factor clave para el resurgimiento de la actividad constructora¹⁵. Con todo, **se espera que durante 2014 la inversión en construcción de vivienda retroceda el -3,5% (frente al -8,0% de 2013)**. La recuperación de la demanda y los progresos esperados en el proceso de absorción del *stock* de viviendas sin vender generará un **incremento de nuevos proyectos residenciales en 2015 que derivará en un aumento de la inversión residencial del 4,9%**.

En el ámbito exterior, la **aceleración de la economía mundial** a medida que avanza el año compensará el efecto negativo que tuvo sobre las exportaciones españolas un comienzo de ejercicio débil en los mercados internacionales, marcado por la contracción de la economía estadounidense y la desaceleración de algunos países emergentes. En el mismo sentido, las **previsibles ganancias de competitividad-precio** derivadas de la evolución favorable de los precios relativos y de la senda de depreciación del euro en todo el horizonte de previsión, **sustentan una tendencia al alza de las exportaciones en el bienio 2014-2015**. Así, **aunque se revisa a la baja el crecimiento esperado de las ventas al exterior en 2014 (hasta el 4,7%), se espera un mayor ritmo de expansión en 2015 (6,5%)¹⁶**.

La composición del crecimiento, más sesgada hacia la demanda interna que lo anticipado hace tres meses, supondrá también un **mayor crecimiento de las importaciones**, en torno al 5,9% a/a en el horizonte 2014-2015. Lo anterior plantea un **reto importante de cara a mantener saldos positivos holgados en la balanza por cuenta corriente** que, de hecho, se revisan a la baja **hasta el 0,3% del PIB en 2014 y el 1,1% del PIB en 2015**. El ajuste estructural del déficit todavía en marcha, unido a la menor aportación positiva del componente cíclico al saldo exterior, darán lugar a un superávit de la balanza por cuenta corriente inferior al deseado, dada la necesidad de desapalancamiento externo de la economía española¹⁷.

Las perspectivas del mercado laboral mejoran

En línea con la actividad, las perspectivas de recuperación del mercado de trabajo han ganado terreno desde la publicación de la anterior edición de Situación España. El dinamismo esperado de la economía y la mayor eficiencia del mercado laboral contribuirán a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo de la economía española. Así, en 2014 se espera un crecimiento del número de ocupados del 1,0% y una reducción de la tasa de paro de 1,6 puntos hasta el 24,5%. En 2015, la creación de empleo se acelerará hasta el 2,1%, pero la reducción de la tasa de desempleo será similar a la prevista para 2014 (23,1%), dada la evolución menos desfavorable de la población activa.

Si la contratación a tiempo parcial continúa cobrando protagonismo, la evolución del empleo equivalente a jornada completa sería más modesta¹⁸. Como ilustra el Gráfico 3.21, la contratación a tiempo parcial ha atenuado la destrucción de empleo durante la crisis, especialmente desde finales del 2012. Las previsiones de BBVA Research indican que la ratio de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo sobre el total de puestos de trabajo seguirá disminuyendo hasta el 87,4% a finales del 2015 (véase el Gráfico 3.22). Dada la expectativa de crecimiento económico detallada anteriormente, la evolución prevista del empleo equivalente a tiempo completo sugiere una ralentización del aumento de la

15: Según los datos del Ministerio de Fomento, el número de viviendas nuevas sin vender se redujo un 3,3% en 2013 hasta las 563.908 viviendas, lo que supone un 2,2% del parque de viviendas.

16: Desde comienzos de 2013, las sucesivas revisiones a la baja del crecimiento del PIB mundial para 2014 y 2015 -en total, 1,3 pp- ha supuesto una reducción acumulada en el crecimiento de las exportaciones de bienes de 3,6 pp.

17: Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico titulado "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España" disponible en: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf.

18: Con la finalidad de fomentar la utilización del contrato a tiempo parcial, el Gobierno aprobó el Real Decreto-ley 16/2013 de medidas para favorecer la contratación estable y mejorar la empleabilidad de los trabajadores en diciembre del pasado año. En él se faculta a los empleadores a ampliar la jornada a través de horas complementarias (en aquellos contratos con, al menos, diez horas semanales de promedio en cómputo anual), se facilita la distribución irregular del tiempo de trabajo mediante la regulación de los excesos o defectos de jornada en las bolsas de horas más allá del año en curso y se permite la realización del contrato indefinido de apoyo a emprendedores a tiempo parcial. Véase <https://www.boe.es/boe/dias/2013/12/21/pdfs/BOE-A-2013-13426.pdf>.

productividad aparente del factor trabajo (PAFT). Así, se prevé la PAFT se incremente en torno al 0,6% en promedio durante el bienio 2014-2015.

Pese a la mejora de la coyuntura del mercado de trabajo, **persisten desequilibrios notables**. Por ello, **se valora positivamente la puesta en marcha del Sistema Nacional de Garantía Juvenil** a comienzos del mes de julio¹⁹. La Garantía Juvenil –vigente en algunas economías del Norte de Europa²⁰– tiene por finalidad que los menores de 25 años no ocupados ni integrados en los sistemas de educación o formación puedan recibir una oferta de empleo, educación, formación de aprendiz o prácticas tras acabar la educación formal o quedar desempleados. Adicionalmente, se ha creado un registro telemático en el que los beneficiarios potenciales²¹ se deben inscribir para optar a ayudas. La coordinación entre los agentes que intervienen en el programa (jóvenes, administraciones públicas y empresas, fundamentalmente) se realizará a través del Portal de Garantía Juvenil, que incluirá información personalizada, actividades formativas y ofertas de empleo para los beneficiarios, y una herramienta de gestión para los empleadores.

Dado que los jóvenes, desempleados o desanimados, con escasa o nula experiencia laboral integran un colectivo excepcionalmente afectado por el ciclo recesivo que puede ver menoscabada su carrera laboral de forma duradera, la implantación de un sistema que pretenda aumentar su empleabilidad es bienvenida. **Sin embargo, la insuficiencia de fondos destinados al programa y las dificultades de inserción laboral inherentes al colectivo de jóvenes –sobre todo, de aquellos con escaso nivel formativo– podrían limitar el alcance de la Garantía Juvenil:**

- En España, en torno al 20% de los jóvenes menores de 25 años son susceptibles de beneficiarse de la Garantía Juvenil, es decir, en torno a 800.000 personas²². La dotación presupuestaria del sistema asciende a 2.359 millones de euros hasta 2020, de los cuales 1.887 millones se programarán de forma obligatoria en 2014 y 2015. Por tanto, la cantidad por beneficiario potencial apenas supera los 1.000 euros al año. A partir de la experiencia de los países nórdicos, ILO (2012) estimó el coste anual de la puesta en marcha de un sistema de garantía juvenil en Europa²³. Como se puede observar en el Cuadro 3.2, el coste total estimado superaría los 21.000 millones de euros al año en la UEM (0,2% del PIB). Para España, la magnitud ascendería a 7.000 millones de euros, más de 6 veces la cuantía efectivamente presupuestada.
- La literatura económica²⁴ indica que las políticas activas de empleo orientadas a jóvenes tienen una eficacia limitada, especialmente entre aquellos con menor formación y experiencia laboral. Como el colectivo de beneficiarios potenciales de la Garantía Juvenil es extraordinariamente heterogéneo –el 40% no cuenta con experiencia laboral previa y solo un 10% tiene estudios universitarios– serán necesarias actuaciones diferenciadas en función del nivel educativo, la experiencia laboral y el entorno familiar de cada joven. En particular, sería deseable avanzar en la *dualización* del sistema formativo y en la implementación de programas de orientación profesional y de asesoramiento personalizado en la búsqueda de empleo.

19: Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia. Disponible en: <http://boe.es/boe/dias/2014/07/05/pdfs/BOE-A-2014-7064.pdf>.

20: Véase la 'Propuesta de Recomendación del Consejo sobre el establecimiento de una Garantía Juvenil', elaborada por la Comisión Europea en 2012 y disponible en: <http://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=9222&langId=es>.

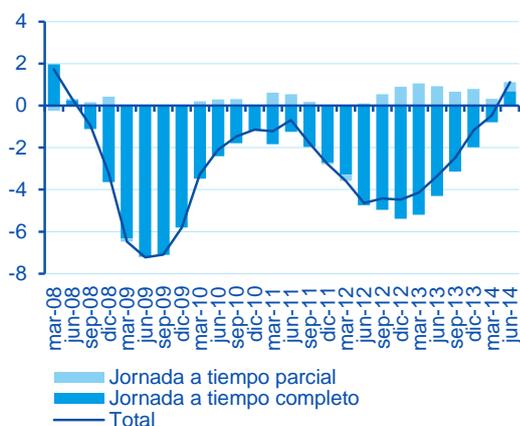
21: Menores de 25 años que no han trabajado en los últimos 30 días y no han recibido acciones educativas o formativas en los últimos 90 y 30 días, respectivamente.

22: Estimación de BBVA Research a partir de los microdatos de la EPA (base poblacional 2011) hasta 2T14.

23: ILO (2012): *Eurozone job crisis. Trends and policy responses*. International Institute for Labour Studies. Geneva. Disponible en: http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_184965.pdf.

24: Véanse Card, D., J. Kluve y A. Weber (2010): "Active Labour Market Policy Evaluations: A Meta-Analysis," *Economic Journal*, vol. 120 (548), F452-F477; Kluve, J. (2010): "The effectiveness of European active labor market programs", *Labour Economics*, vol. 17 (6), 904-918; o Arranz, J. M., C. García-Serrano y V. Hernánz (2013): "Active labour market policies in Spain: A macroeconomic evaluation", *International Labour Review*, vol. 152 (2), 327-348, entre otros.

Gráfico 3.21
España: contribuciones al crecimiento interanual del empleo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 3.2
Costes y recursos estimados del programa de Garantía Juvenil en la zona del euro (millones de euros)

	Coste del programa de Garantía Juvenil excluyendo costes administrativos	Servicios públicos de empleo	Coste total
Zona del euro	16.821,9	4.264,2	21.086,1
España	5.617,5	1.424,0	7.041,5

Nota: Se estima que los costes del programa son de 6.000 euros por joven desempleado, más los gastos administrativos en términos de recursos empleados por los Servicios Públicos de Empleo (estimados en 600 euros por beneficiario).
Fuente: Instituto Internacional de Estudios Laborales (ILO)

La inflación se mantiene en mínimos, pero sólo en el corto plazo

A pesar de la aceleración prevista de la actividad y del empleo, la tasa de paro continuará siendo elevada, lo que seguirá limitando el surgimiento de tensiones inflacionistas de demanda. Por el lado de la oferta, el proceso de recuperación de competitividad de la economía española tampoco permite vislumbrar presiones al alza en los precios domésticos. No obstante, **las expectativas continúan mostrando niveles positivos, aunque por debajo del objetivo, tanto en Europa como en España, a lo que habrían contribuido las medidas tomadas por el BCE** en su reunión de junio (reducción de tipos de interés y fomento la disponibilidad de crédito).

En consecuencia, **se mantienen los pronósticos de práctico estancamiento de los precios en 2014 (0,1% en promedio en 2014) y de crecimiento positivo y gradual a lo largo de 2015 (promedio: 0,9%)** (Véase el Gráfico 3.23). En este escenario, el diferencial de inflación respecto a la zona del euro se mantendrá favorable a España, en torno a los 0,5 pp en 2014 y a los 0,3 pp en 2015.

Gráfico 3.23
España: inflación (% a/a)

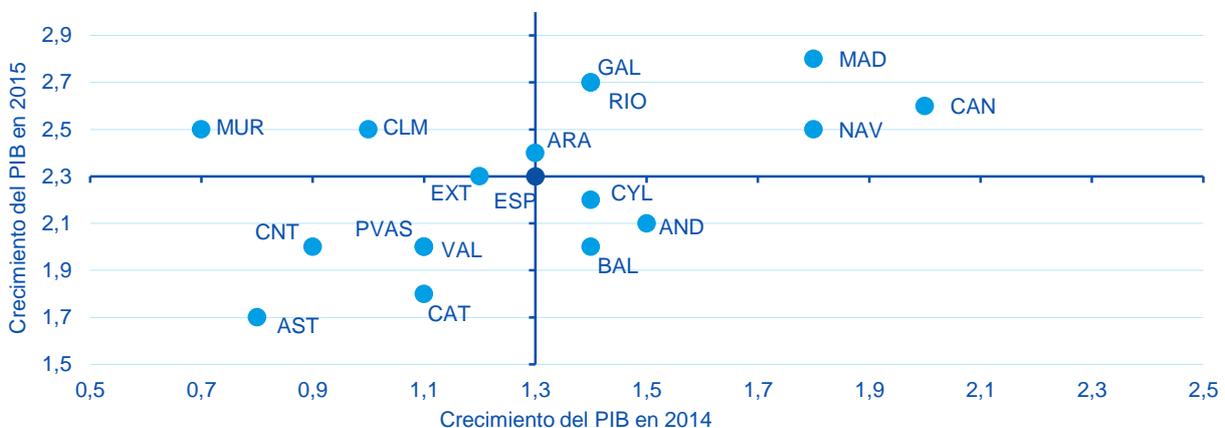


Fuente: BBVA Research a partir de INE y Consensus Forecast INC

Revisión al alza del crecimiento regional

Los elementos que subyacen a la actualización del escenario de la economía española (el tono más expansivo de las políticas fiscal y monetaria) suponen una **mejora generalizada de las expectativas de recuperación para todas las comunidades autónomas**. En consecuencia, la dispersión de las perspectivas regionales ilustrada hace tres meses se mantiene (véase el Gráfico 3.24). En general, los factores que continúan explicando el diferencial de crecimiento respecto al promedio de España son, por un lado, la exposición de cada comunidad al sector exterior y la capacidad que vienen mostrando para aprovechar el dinamismo de la demanda ahí donde está creciendo. Por otro, aunque buena parte del ajuste fiscal ya se ha hecho a nivel autonómico, algunas comunidades todavía tienen por delante una reducción del déficit que reduzca su desviación respecto al resto. Finalmente, parte de los desequilibrios acumulados en el período anterior a la crisis se van corrigiendo y aquellas comunidades que muestran menores niveles de endeudamiento privado o de sobreoferta de vivienda enfrentarán menores condicionantes al crecimiento de la demanda interna.

Gráfico 3.24
España: previsiones de crecimiento del PIB por CC.AA. (%)



Fuente: BBVA Research

Cuadro 3.3

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

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

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

4 Cuadros

Cuadro 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

Promedio anual	2011	2012	2013	2014	2015
EEUU	2,8	1,8	2,4	2,8	3,3
Alemania	2,6	1,5	1,6	1,5	2,1

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio

Promedio	2011	2012	2013	2014	2015
EUR-USD	0,72	0,78	0,75	0,74	0,78
USD-EUR	1,39	1,29	1,33	1,35	1,29
GBP-USD	0,62	0,63	0,64	0,60	0,59
JPY-USD	79,8	79,8	97,6	105,0	116,0
CNY-USD	6,46	6,31	6,20	6,15	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 1 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales

Fin de periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Eurozona	1,10	0,75	0,25	0,15	0,15
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00

Fecha de cierre de previsiones: 4 agosto 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5

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

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB real	1,6	-0,6	-0,4	1,1	1,9
Consumo privado	0,3	-1,4	-0,6	0,7	1,4
Consumo público	-0,1	-0,6	0,1	0,4	0,7
Formación Bruta de Capital Fijo	1,7	-3,8	-2,8	2,5	4,6
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	4,9	-4,3	-1,9	3,2	6,4
Equipo y Maquinaria	5,0	-4,3	-1,9	3,3	6,4
Construcción	-0,2	-4,0	-3,8	1,3	2,9
Vivienda	-0,3	-3,3	-3,4	1,7	3,3
Otros edificios y Otras Construcciones	-0,2	-4,7	-4,1	0,9	2,5
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,9	1,0	1,7
Exportaciones	6,7	2,7	1,5	3,0	4,6
Importaciones	4,7	-0,8	0,4	3,2	4,6
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,9	1,5	0,5	0,1	0,2
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	1,7	-0,5	-0,2	1,0	1,9
PIB sin construcción	1,8	-0,2	0,0	1,0	1,8
Empleo total (EPA)	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	10,1	11,3	12,0	11,7	11,4
Saldo por cuenta corriente (%PIB)	0,1	1,2	2,3	2,2	2,1
Saldo de las AA. PP. (% PIB)	-4,1	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1
IPC (media periodo)	2,7	2,5	1,4	0,6	1,1
IPC (fin de periodo)	1,7	-0,5	-0,2	1,0	1,9

Fecha cierre de previsiones: 4 de agosto de 2014.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.6

España: previsiones macroeconómicas

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

	2011	2012	2013	2014	2015
Actividad					
PIB real	0,1	-1,6	-1,2	1,3	2,3
Consumo privado	-1,2	-2,8	-2,1	1,9	2,0
Consumo público	-0,5	-4,8	-2,3	0,1	0,6
Formación Bruta de Capital	-5,6	-6,9	-5,2	1,2	4,7
Equipo y Maquinaria	5,5	-3,9	2,2	8,5	7,3
Construcción	-10,8	-9,7	-9,6	-4,3	2,8
Vivienda	-12,5	-8,7	-8,0	-3,5	4,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-2,1	-4,1	-2,7	1,4	2,2
Exportaciones	7,6	2,1	4,9	4,7	6,5
Importaciones	-0,1	-5,7	0,4	5,1	6,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,1	2,5	1,5	0,0	0,2
PIB nominal	0,1	-1,6	-0,6	1,5	3,7
(Miles de millones de euros)	1046,3	1029,3	1023,0	1038,0	1076,7
PIB sin inversión en vivienda	1,0	-1,2	-0,9	1,6	2,2
PIB sin construcción	2,0	-0,4	-0,1	2,0	2,3
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-1,6	-4,3	-2,8	1,0	2,1
Tasa de paro (% población activa)	21,4	24,8	26,1	24,5	23,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,2	-4,8	-3,4	0,8	1,7
Productividad aparente del factor trabajo	2,3	3,1	2,2	0,6	0,6
Precios y costes					
IPC (media anual)	3,2	2,4	1,4	0,1	0,9
IPC (fin de periodo)	2,4	2,9	0,3	0,4	1,2
Deflactor del PIB	0,0	0,0	0,6	0,1	1,4
Remuneración por asalariado	1,3	0,2	0,7	-1,4	0,3
Coste laboral unitario	-0,9	-2,9	-1,5	-2,0	-0,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	0,8	0,3	1,1
Sector público					
Deuda (% PIB)	70,5	86,0	93,9	99,8	101,3
Saldo AA. PP. (% PIB) (*)	-9,1	-6,8	-6,6	-5,5	-4,5
Hogares					
Renta disponible nominal	0,0	-2,8	-0,7	-0,4	3,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	12,7	10,5	10,5	8,1	8,2

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fecha cierre de previsiones: 4 de agosto de 2014.

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

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

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

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

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

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

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

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilaríño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

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

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

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 Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

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

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito Legal: M-31254-2000