

## Recuadro 2. La caída reciente de la tasa de actividad en España: un desafío estructural

### Introducción

Tras más de 20 años de crecimiento ininterrumpido, **la tasa de actividad<sup>40</sup> de la economía española ralentizó su ritmo de crecimiento en el año 2008, para luego retroceder desde finales del 2012.**

Conocer los factores que subyacen a este comportamiento es de vital importancia ya que, junto con el empleo y la productividad, **la participación laboral condiciona el potencial de crecimiento de la economía<sup>41</sup>.** Al respecto, estimaciones recientes cifran en torno a 6 décimas la contribución de la tasa de actividad al crecimiento potencial anual de la economía española durante la última fase expansiva (2000-2007)<sup>42</sup>.

En este contexto, **se analiza qué parte de la evolución de la tasa de actividad responde a factores estructurales y qué parte a cambios coyunturales, y por tanto reversibles.** Entre los primeros, se explora el papel que ejerce la demografía (en particular, el envejecimiento de la población) y la evolución tendencial de la propensión a participar en el mercado laboral por parte de ciertos colectivos (por ejemplo, la incorporación de la mujer al mercado laboral). Entre los segundos, se examinan las fluctuaciones de la tasa de actividad debidas a factores transitorios como el ciclo económico.

**Los resultados de las estimaciones indican que los cambios estructurales dominan el comportamiento reciente de la tasa de participación en España.** En primer lugar, se verifica que el envejecimiento de la población está presionando a la baja a la tasa de actividad: los primeros integrantes de la generación del *baby-boom* están comenzando a abandonar la fase de alta participación, y las bajas tasas de natalidad no anticipan un ensanchamiento de la base de la pirámide poblacional. En segundo lugar, se constata que, aunque existe un comportamiento cíclico en la propensión a participar en el mercado laboral de algunos grupos de población (sobre todo, entre los menores de 25 años), su contribución es reducida.

En la parte final del recuadro **se evalúa la capacidad de la economía española para revertir la caída reciente de la tasa de actividad.** Para ello, se construyen escenarios tomando como dadas las proyecciones de población elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) y estableciendo supuestos exógenos sobre la evolución de la tasa de participación de los diferentes grupos de población.

**Los resultados de las simulaciones sugieren que, dada la dinámica poblacional adversa prevista por el INE, la tasa de actividad de la economía española no recuperará los niveles previos a la crisis a menos de que se dé un aumento significativo en la propensión a participar de los jóvenes y de los mayores de 55 años.**

Al hilo de estos resultados, resulta evidente que el retraso de la edad de jubilación, en vigor desde el año 2013, y las actuaciones encaminadas a fomentar la prolongación de la vida laboral constituyen medidas necesarias para limitar las repercusiones negativas de una participación decreciente.

### 25 años de crecimiento de la tasa de actividad que finalizaron en 2013

La tasa de actividad de la economía española creció de forma ininterrumpida durante las últimas tres décadas hasta superar el 60,5% a mediados del año 2012. La caída registrada desde entonces (0,8 puntos) no es exclusiva de España. Otros países como Bélgica, Dinamarca, Portugal y EE. UU.<sup>43</sup>, entre otros, han experimentado disminuciones de su tasa de participación durante los últimos años.

La dinámica de la tasa de actividad difiere entre grupos poblacionales. Como ilustra el Gráfico R.2.1, la participación laboral de los hombres entre 25 y 54 años -que representan el 42,4% de los activos- apenas ha variado en los últimos 40 años.

40: La tasa de actividad es el cociente entre la población activa y la de 16 y más años.

41: Según la contabilidad del crecimiento, el PIB per cápita (PIBpc) se puede descomponer a través de la siguiente expresión:

$$\text{PIBpc} = \frac{\text{PIB}}{\text{Ocup.}} * \frac{\text{Ocup.}}{\text{Activos}} * \frac{\text{Activos}}{\text{Pob.+16}} = \text{Productividad} * (1 - \text{Tasa de paro}) * \text{Tasa de actividad}$$

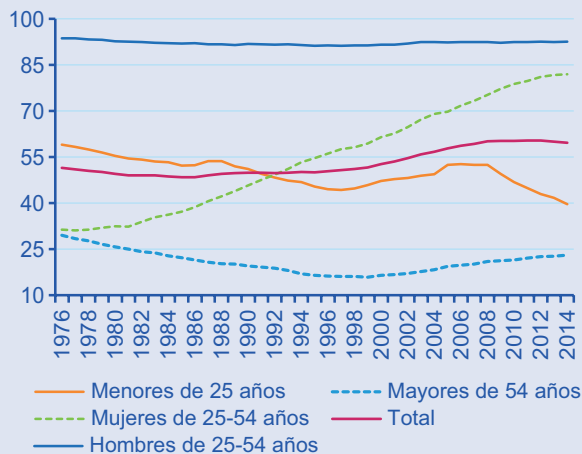
42: Véase Hernández de Cos, Izquierdo y Urtasun (2011).

43: Véanse Bengali, Daly y Valletta (2013), Executive Office of the President of the US (2014) o Fujita (2014), entre otros.

En contraste, la incorporación progresiva de la mujer al mercado de trabajo desde mediados de los años 70 se ha traducido en un aumento de la tasa de actividad de más de 50 puntos de aquellas entre 25 y 54 años (el 37,0% de la población activa). Por último, jóvenes y mayores exhiben una evolución opuesta. Los menores de 25 años reducen su participación en más de 10 puntos desde el inicio de la crisis -debido, entre otros motivos, a sus dificultades de inserción laboral y a la prolongación de su etapa formativa- mientras que los mayores de 54 años continúan incrementándola con lentitud al prolongar su vida laboral.

Gráfico R.2.1

**España: tasa de actividad por grupos de población (%)**



Series corregidas de datos atípicos y cambios metodológicos  
Fuente: BBVA Research a partir del INE

**¿Propensión a participar o efecto composición?**

La evidencia recogida en el Gráfico R.2.1 sugiere que la caída de la participación laboral de los

jóvenes ha contribuido a explicar el deterioro reciente de la tasa de actividad agregada. Sin embargo, podría no ser el único determinante. Si el peso poblacional de los colectivos con una participación menor que la media ha crecido (v.g., jóvenes y mayores de 55 años), la tasa de actividad de la economía habría caído aunque la propensión de cada individuo a ser activo hubiese aumentado. Es lo que se denomina 'efecto composición'.

Para **distinguir qué parte de la dinámica de la tasa de actividad se debe al cambio en la participación de cada grupo o al efecto composición**, se realiza un análisis *shift-share*. La variación de la tasa de actividad entre dos años ( $\Delta LFPR_t = LFPR_t - LFPR_{(t-j)}$ ) se puede expresar del siguiente modo:

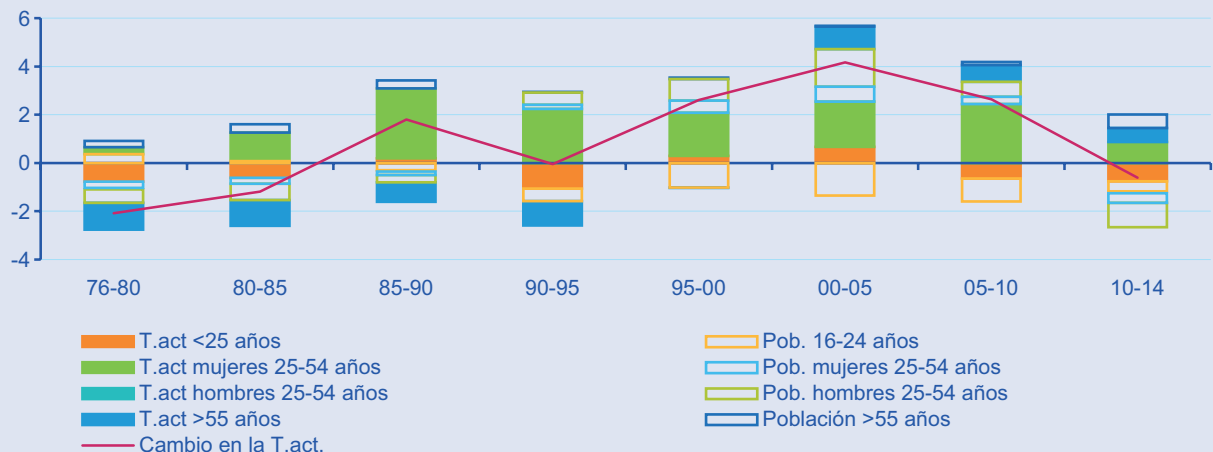
$$\Delta LFPR_t = \sum_i \left[ \underbrace{(LFPR_t^i - LFPR_{t-j}^i) p_t^i}_{\text{Efecto participación}} + \underbrace{(p_t^i - p_{t-j}^i) LFPR_{t-j}^i}_{\text{Efecto composición}} \right]$$

donde *i* denota el grupo poblacional (menores de 25 años, mujeres y hombres entre 25 y 54 años y mayores de 54 años), y *p*, el peso de cada colectivo en la población en edad de trabajar.

El Gráfico R.2.2 muestra la descomposición del crecimiento de la tasa de actividad en periodos de cinco años. Si se centra la atención en el último quinquenio, se aprecia que **la reducción de la tasa de actividad se explica no solo por el descenso de la participación de los jóvenes, sino también por la caída del peso poblacional de las mujeres, los menores de 25 años y, sobre todo, los hombres entre 25 y 54**. La disminución de la tasa de actividad hubiese sido más elevada si las mujeres y los mayores de 54 años no hubiesen incrementado su propensión a participar en el mercado de trabajo.

Gráfico R.2.2

**España: contribuciones a la variación quinquenal de la tasa de actividad (pp)**



Fuente: BBVA Research a partir del INE

## Una descomposición estructural de la tasa de actividad

El análisis de la sección precedente sugiere que la **propensión a participar en el mercado laboral podría depender tanto de factores estructurales como de elementos transitorios cuya incidencia no parece ser homogénea** entre los distintos grupos poblacionales. La incorporación de la mujer al mercado laboral, el progresivo alargamiento de la vida activa, el incremento de los años de escolarización o los problemas de inserción laboral de los jóvenes en la fase recesiva del ciclo, son buenos ejemplos de lo anterior<sup>44</sup>.

Teniendo en cuenta estos hechos estilizados, a continuación **se descompone la tasa de participación de cada colectivo (observada) en los componentes estructurales y transitorios (inobservados) que gobiernan su dinámica**. Las estimaciones se circunscriben al periodo 1976-2014, y utilizan la heterogeneidad regional para facilitar la identificación de dichos componentes.

La tasa de actividad del grupo poblacional  $i$  en la  $j$ -ésima comunidad autónoma en el trimestre  $t$ ,  $LFPR_{i,j,t}$ , se puede expresar como:

$$LFPR_{i,j,t} = \alpha_{ij} * TLS_{i,t} + \beta_{ij} * C_{i,t} + (\mu + \vartheta)_{i,j,t}$$

donde  $\alpha_{ij}$  y  $\beta_{ij}$  denotan, respectivamente, el impacto de la tendencia ( $TLS_{i,t}$ ) y el ciclo ( $C_{i,t}$ ), comunes a todas las CC. AA. para el  $i$ -ésimo colectivo. Por su parte  $(\mu + \vartheta)_{i,j,t}$  es un componente idiosincrásico que recoge elementos propios de cada CC. AA<sup>45</sup>.

Los Gráficos R.2.3 a R.2.6 recogen los principales resultados que se desprenden de la descomposición estructural estimada:

- En primer lugar, se **constata que la tasa de actividad del colectivo de menores de 25 años presenta una tendencia decreciente y un ciclo común a todas las CC. AA.** Sin embargo, este último componente no llega a representar más de 0,8 pp de la desviación de la participación respecto a la tendencia estimada, lo que implica que, por sí sólo, no es suficiente para revertir el retroceso observado (véase el Gráfico R.2.5). Más allá, se observa que la

posición cíclica de la tasa de participación de los jóvenes fue positiva durante los primeros años de la crisis económica.

- **En lo que respecta a las mujeres menores de 55 años, se confirma la existencia de una tendencia estructural común positiva.** Sin embargo, el perfil creciente revela claros signos de agotamiento en los últimos años, lo que sugiere que el proceso de incorporación al mercado de trabajo iniciado hace 40 años estaría llegando a su fin (véase el Gráfico R.2.4). También se detecta la presencia de un componente cíclico que, sin embargo, no es económicamente significativo.
- **Los hombres entre 25 y 54 años no han modificado sustancialmente su propensión a participar en el mercado laboral.** Si bien se detecta la existencia de una tendencia común ligeramente decreciente, ésta no explica más allá de un punto de la evolución observada en las últimas tres décadas (véase el Gráfico R.2.5). Adicionalmente, las estimaciones sugieren que no se puede aceptar la hipótesis de existencia de un ciclo común en la tasa de participación de este colectivo.
- **De las estimaciones relativas a la participación laboral del colectivo de mayores de 55 años se desprenden señales positivas** (véase el Gráfico R.2.6). En particular, se aprecia una tendencia común a la mayor parte de las CC. AA, que es creciente desde principios de 2000 (véase el Gráfico R.2.6)<sup>46</sup>. El retraso en la edad de jubilación, así como los cambios normativos en las condiciones de acceso a la pensión contributiva habrían ayudado a acelerar el aumento de la participación de este colectivo. Por su parte, las estimaciones indican que la tasa de actividad de los mayores de 55 años no comparte un único componente cíclico.

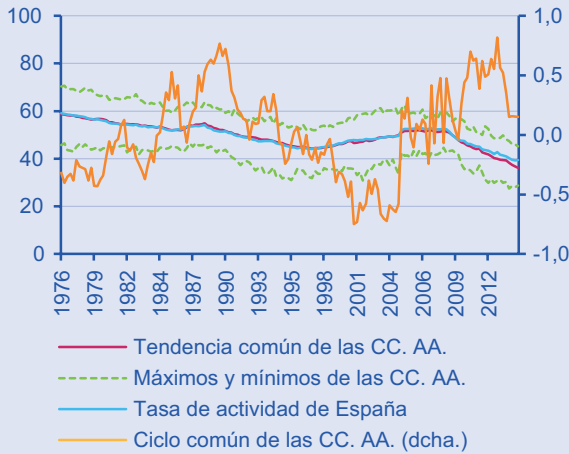
44: Para la economía estadounidense, por ejemplo, se estima que en torno a un tercio del deterioro de la tasa de participación es reversible ya que está explicado por un componente cíclico (FMI, 2014).

45: Véase el Anexo para más detalles acerca del modelo.

46: Las estimaciones indican que el componente más importante para explicar la evolución de la tasa de actividad de este colectivo en Galicia es su componente idiosincrásico. En consecuencia, la descomposición ciclo-tendencia se ha llevado a cabo excluyendo esta comunidad autónoma.

Gráfico R.2.3

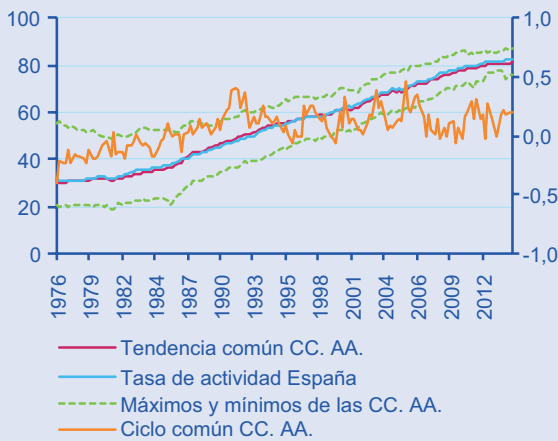
**Jóvenes menores de 25 años: descomposición de la tasa de actividad en ciclo y tendencia**



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.2.4

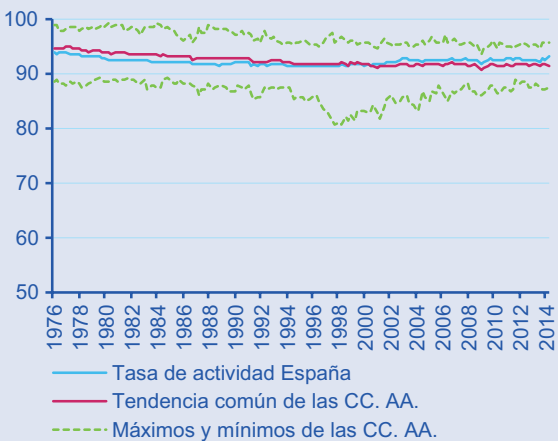
**Mujeres de 25 a 54 años: descomposición de la tasa de actividad en ciclo y tendencia**



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.2.5

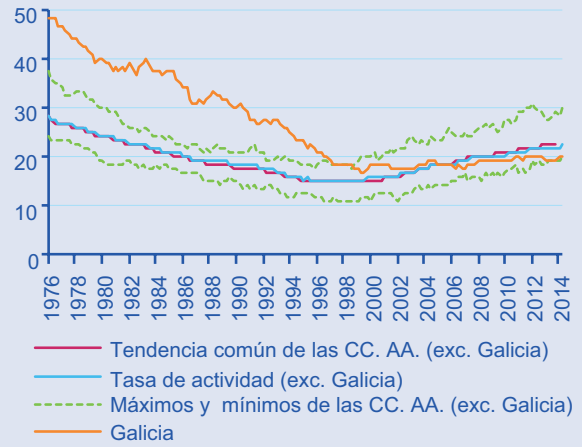
**Hombres de 25 a 54 años: descomposición de la tasa de actividad en ciclo y tendencia**



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.2.6

**Mayores de 55 años: descomposición de la tasa de actividad en ciclo y tendencia\***



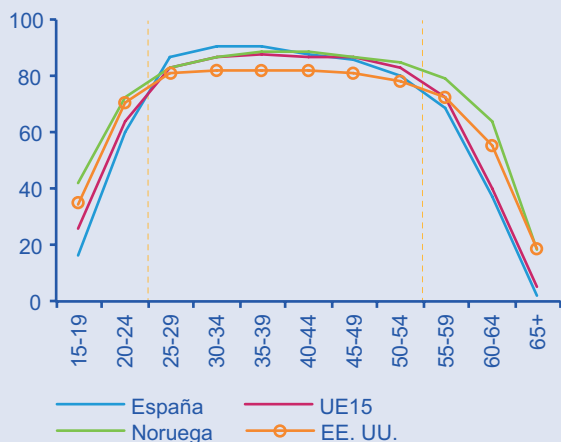
(\*) Se ha excluido a Galicia de la estimación  
Fuente: BBVA Research

**¿Puede la economía española revertir la caída de la tasa de actividad? Los países nórdicos como paradigma**

Como se ha demostrado en la sección anterior, la evolución de las tasas de participación en España se explica, sobre todo, por factores de naturaleza estructural. Por tanto, la participación difícilmente retornará a su nivel precrisis cuando el ciclo mejore.

Con todo, **la evidencia empírica indica que la tasa de actividad en España tiene margen de mejora.** Si bien los trabajadores de edad intermedia (entre 25 y 54 años) han alcanzado cifras de participación similares -o, incluso, superiores- a las de las restantes economías desarrolladas, las diferencias en los extremos de la distribución de la población por edades son notables. El Gráfico R.2.7 muestra que las tasas de actividad de los menores de 25 años y de los mayores de 54 se sitúan por debajo del promedio de la UE15 en todos los intervalos de edad, y a una distancia considerable de EE. UU. y de los países nórdicos.

Gráfico R.2.7  
Tasa de actividad por países y tramos de edad en 2013 (%)

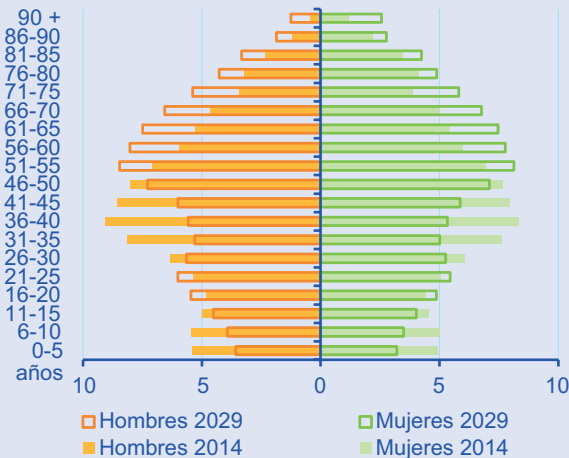


Fuente: BBVA Research a partir de la OCDE

Para intuir cómo podría evolucionar la tasa de actividad agregada durante los próximos años, se construyen seis escenarios de participación para cada grupo poblacional (véase el Cuadro R.2.1). Se utilizan las últimas proyecciones de población del INE<sup>47</sup> (2014-2064) para ponderar la tasa de actividad de cada colectivo (véase el Gráfico R.2.8).

El primero de los escenarios ('España 2014') asume que las tasas de participación se mantienen constantes en sus valores de 2014. En el segundo ('UE15') y el tercero ('EE. UU.'), cada grupo poblacional alcanzaría la tasa de actividad de sus homólogos europeos y estadounidenses a finales de la próxima década. El cuarto ('CC. AA. Top 3') y el quinto ('Países Nórdicos') consideran que la proporción de activos en cada colectivo convergería al promedio de las tres comunidades autónomas con mayor participación (Baleares, Madrid y Cataluña) y al de los países nórdicos (Finlandia, Noruega y Suecia), respectivamente. Por último, se elabora un 'Mejor escenario' en el que las tasas de actividad confluirían a los valores máximos de los restantes escenarios.

Gráfico R.2.8  
España: pirámides de población. Años 2013 y 2029 (%)



Fuente: BBVA Research a partir del INE

Cuadro R.2.1  
Escenarios de tasa de actividad en 2029. Valores de convergencia (%)

	Menores de 25 años	Mujeres entre 25 y 54 años	Hombres entre 25 y 54 años	Mayores de 55 años
España 2014	39,6	82,0	92,6	23,0
UE15	46,5	79,4	91,8	26,0
EE. UU.	55,0	73,9	88,4	40,3
CC. AA. top 3	45,4	85,3	94,5	26,3
Países nórdicos	54,1	85,7	91,5	45,0
Mejor de los escenarios	55,0	85,3	94,5	45,0

Fuente: BBVA Research a partir de INE y OCDE

Los resultados, recopilados en el Gráfico R.2.9., indican que **la economía española solo incrementaría su tasa de actividad a medio plazo si la propensión a participar en el mercado laboral de jóvenes y, sobre todo, mayores se acerca a la de los países nórdicos.**

En un escenario continuista<sup>48</sup>, la reducción de la población que contemplan las proyecciones demográficas causaría una disminución de más de siete puntos de la tasa de participación agregada durante los próximos 15 años<sup>49</sup>. El descenso sería de casi cuatro puntos incluso si el porcentaje de activos en cada grupo poblacional converge al de las comunidades autónomas líderes.

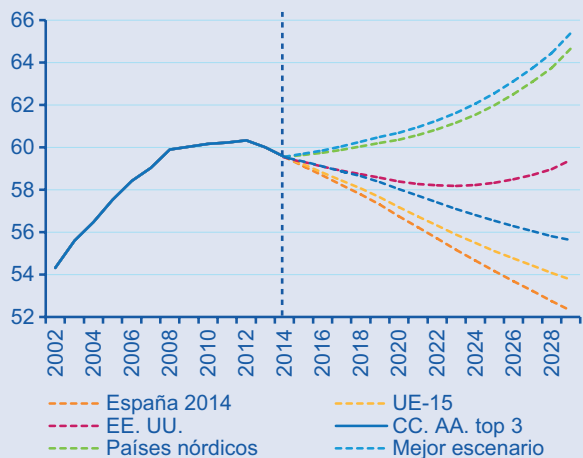
47: Disponibles aquí: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t20/p278/p01/serie/&file=pcaxis>

48: Este escenario no contempla cambios en la tasa de actividad de los distintos grupos poblacionales y, por tanto, debe ser interpretado como un caso extremo. Conforme vayan incorporando nuevas cohortes al colectivo de mayores de 55 años podría observarse un aumento de la tasa de participación de este grupo.

49: Los resultados son robustos a las proyecciones demográficas utilizadas. El Gráfico R.2.A.1 muestra que si se opta por el escenario demográfico previsto por el INE en 2001 -más optimista que el actual- los resultados cualitativos no varían.

Gráfico R.2.9

**España: proyecciones de la tasa agregada de actividad (%)**



Fuente: BBVA Research a partir del INE y OCDE

**Conclusiones**

Por primera vez en 25 años, España experimentó una caída de su tasa de actividad en 2013, un hecho preocupante ya que la participación laboral es uno de los factores que influye en el potencial de crecimiento económico.

En este recuadro se han estudiado las causas que subyacen al retroceso de la tasa de actividad. Los resultados indican que las tendencias estructurales (envejecimiento de la población, finalización del proceso de incorporación femenina al mercado laboral e incremento de los años de escolarización en los jóvenes) dominan el comportamiento reciente de la tasa de participación. Por el contrario, se encuentra poca evidencia a favor de la influencia de factores coyunturales, por lo que no es probable una reversión de las pautas recientes con la mejora del ciclo.

A la vista de los resultados anteriores, en la sección final del recuadro se analiza la capacidad de la economía española para llevar a cabo una recuperación estructural de su tasa de actividad. Los resultados de las simulaciones sugieren que, dado el envejecimiento demográfico esperado, la participación laboral no recuperará los niveles previos a la crisis a menos de que se dé un aumento significativo en la propensión de los jóvenes y de los mayores de 55 años a ser activos.

En consecuencia, se han de valorar positivamente todas aquellas políticas que incentiven la prolongación de la vida laboral. La comparación internacional revela que en España existe un amplio margen de mejora, tanto en lo que

respecta a la entrada de los más jóvenes en el mercado de trabajo, como en lo que atañe al alargamiento de la vida activa de los más mayores.

**Anexo**

**Detalles de la descomposición estructural de la tasa de actividad**

Las estimaciones se llevan a cabo por máxima verosimilitud mediante el filtro de Kalman (1960) con condiciones iniciales parcialmente difusas. Las series temporales empleadas en el análisis se han corregido de estacionalidad, datos atípicos aditivos y cambios de nivel previos a 2002 (utilizando el paquete estadístico TRAMO-SEATS).

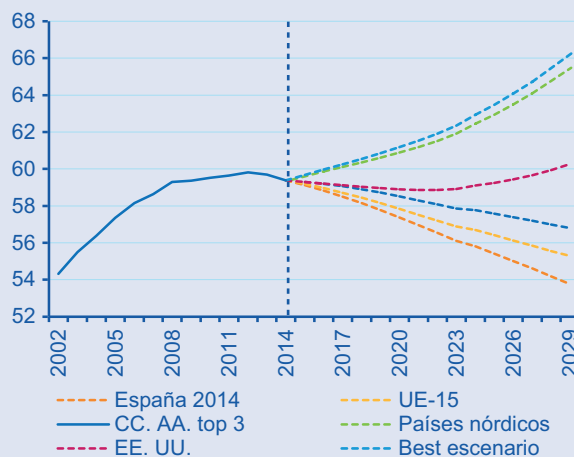
El aprovechamiento de la heterogeneidad regional permite la descomposición estructural de la participación de forma endógena, sin recurrir a una estimación exógena de los componentes ciclo y tendencia, o la utilización de técnicas de filtrado (como el de Hodrick y Prescott, 1997) que puedan introducir sesgos al final de la muestra.

Se asume que  $TLS_{i,t} = \delta_{i,t} + TLS_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$  es una tendencia local estocástica con  $\delta_{i,t} = \delta_{i,t-1} + \eta_{i,t}$  y donde  $\epsilon_{i,t}$  y  $\eta_{i,t}$  son perturbaciones bien comportadas. Dicha tendencia está centrada en las observaciones regionales observadas:  $\sum \alpha_{i,j} / J = 1$ . Por su parte, el componente cíclico se aproxima con una estructura auroregresiva estacionaria de orden dos:  $C_{i,t} = \phi_{i1} * C_{i,t-1} + \phi_{i2} * C_{i,t-2} + \omega_{i,t}$

El componente idiosincrásico se compone de una media,  $\mu_{t,p}$  y un proceso estocástico,  $\vartheta_{t,i} = \gamma_i * \vartheta_{t-1} + v_{t,p}$  que puede bien ser I(0) o I(1). Es decir,  $\gamma_i \leq 1$ , donde  $v_{i,t}$  es el término de error.

Gráfico R.2.A.1

**España: proyecciones de la tasa agregada de actividad. Previsiones demográficas de 2001 (%)**



Fuente: BBVA Research a partir del INE y OCDE

## Referencias

Bengali, L., M. Daly y R. Valletta (2013): "Will Labor Force Participation Bounce Back?", Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Letter*.

Doménech, R. y J.R. García (2012): "Sobre la necesidad de prolongar la vida laboral en España" *Observatorio Económico*. BBVA Research. Disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/sobre-la-necesidad-de-prolongar-la-vida-laboral-en-espana>

Executive Office of the President of the US (2014): "The Labor Force Participation Rate since 2007: Causes and Policy Implications". *Council of Economic Advisers*.

FMI (2014): "Recent US Labor Force Participation Dynamics: Reversible or not?", *IMF Country Report* 14/222.

Fujita, S. (2014): "On the Causes of Declines in the Labor Force Participation rate". Federal Reserve Bank of Philadelphia *Special Report*.

Hernández de Cos, P., M. Izquierdo y A. Urtasun (2011): "Una estimación del crecimiento potencial de la economía española". *Documentos Ocasionales* N° 1104. Banco de España. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/11/Fich/do1104.pdf>

Hodrick, R. y E. C. Prescott (1997): "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (1), 1–16.

Kalman, R. E. (1960): "A New Approach to Linear Filtering and Prediction Problems", *Journal of Basic Engineering*, 82 (1), 35–45.

**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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Con la colaboración de:

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

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

**Sistemas Financieros**  
José Félix Izquierdo  
jfelix.izquierd@bbva.com

## BBVA Research

### Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

#### 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@bbvacompass.com

#### Área de Economías Emergentes:

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

#### Análisis Transversal Economías Emergentes

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

#### Asia

Xia Le  
xia.le@bbva.com.hk

#### México

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

#### Coordinación Latam

Juan Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

#### Argentina

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

#### Chile

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

#### Colombia

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

#### Perú

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

#### Venezuela

Oswaldo López  
oswaldo\_lopez@bbva.com

#### 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 Sánchez-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