

### Recuadro 3. La política fiscal en la salida de la crisis\*

Javier Andrés - Universidad de Valencia | Ángel de la Fuente - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC) | Rafael Doménech - BBVA Research y Universidad de Valencia

Octubre de 2015

#### Introducción

¿Qué política fiscal debería adoptar España durante los próximos años, ahora que finalmente parece que lo peor de la crisis ya ha pasado? La mayor parte de la opinión cualificada acepta que tenemos que continuar reduciendo el déficit público hasta acercarnos lo antes posible al equilibrio presupuestario, no sólo porque así lo exigen la normativa europea y nuestra propia Constitución, sino porque, además, se requiere ir reduciendo progresivamente el elevado *stock* de deuda pública.

Incluso en el marco de este consenso básico, existe aún espacio para estrategias muy diversas, tanto en lo que se refiere a la velocidad a la que debe alcanzarse la situación de equilibrio presupuestario como al tamaño del sector público y a la estructura de ingresos y gastos públicos. Quizás la principal línea de división existente en este momento es entre los que piensan que el nivel actual de ingresos públicos sobre PIB (en torno al 38%) es suficiente para atender las necesidades de gasto público de la sociedad española, y aquellos que consideran que el peso del gasto público ha de incrementarse significativamente para asegurar la suficiencia y la calidad de los servicios y prestaciones públicas.

Para tomar una posición informada en este debate es necesario examinar la evidencia reciente. Los defensores más extremos del aumento del gasto suelen basar su caso en el argumento de que los recortes a los que ha obligado la crisis se han traducido en el práctico desmantelamiento del Estado del bienestar, hasta el punto de que resulta imprescindible un rápido incremento del gasto para recuperar unos niveles mínimos de calidad en los servicios fundamentales que se han perdido durante los

últimos años. Como veremos, los datos no son consistentes con esta tesis. Pero, y esta es una de las conclusiones centrales de este trabajo, eso no quiere decir que el volumen actual de ingresos sea suficiente para cubrir todas nuestras necesidades de gasto público.

Algunos cálculos sencillos nos llevan a proponer una estrategia que se sitúa en una posición intermedia entre los extremos que acabamos de describir y, sobre todo, incorpora un tercer margen de actuación que resulta crucial: el de las reformas estructurales con las que aumentar la ocupación y la actividad y, con ellas, la recaudación tributaria sin subir los tipos impositivos.

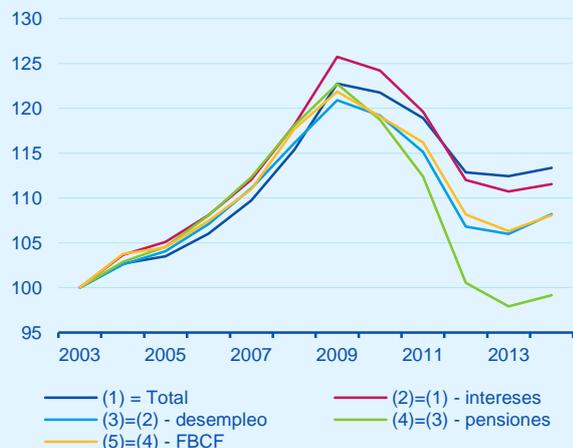
#### Mirando hacia atrás: ¿hemos tocado hueso?

Utilizando datos de Contabilidad Nacional elaborados por la IGAE (2015a y b), en el Gráfico R.3.1 mostramos la evolución de diversas partidas de gasto, medido en términos per cápita y a precios constantes de 2010 utilizando el deflactor del PIB. El gasto real por habitante del conjunto de las AA. PP. se ha reducido en algo más de nueve puntos porcentuales entre 2009 y 2014. Esta reducción, sin embargo, llega después de un incremento acumulado de 23 puntos porcentuales entre 2003 y 2009, con lo que sigue habiendo un incremento neto de más de 13 puntos entre 2003 y 2014. De nuevo, el gasto total e incluso el gasto neto de intereses por habitante se sitúan en la actualidad al menos en los mismos niveles que en 2007. Los datos, por tanto, no respaldan la percepción de que desde 2009 se ha producido un enorme recorte del gasto que está comprometiendo gravemente los servicios públicos esenciales.

\*: Este recuadro resume el artículo de próxima publicación en *Revista de Economía ICE*, titulado "Notas para una Política Fiscal en la Salida de la Crisis" en el que, además de los temas aquí tratados, se proponen una serie de mejoras del marco normativo de la política fiscal así como un mayor activismo en la aplicación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En el resto de esta nota, nos referimos a este trabajo como ADD (2015) Los autores agradecen las ayudas del Ministerio de Economía y Competitividad a través de los proyectos ECO2014-59196-P y ECO2014-53150-R.

Gráfico R.3.1

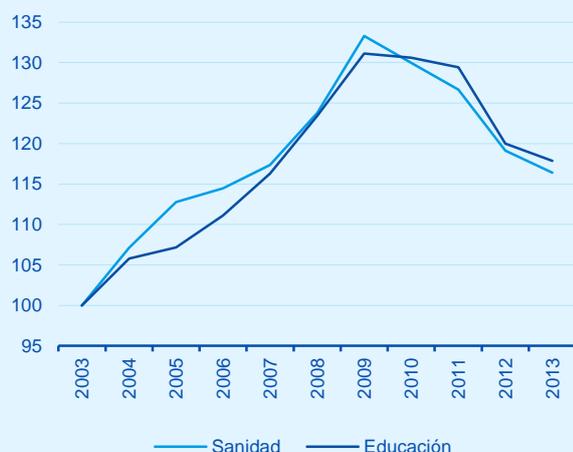
**Gasto por habitante a precios constantes, 2003= 100, conjunto de las AA. PP. excluyendo las ayudas al sector financiero**



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.2

**Gasto corriente por usuario en sanidad y educación del conjunto de las AA. PP. a precios constantes, 2003 = 100**



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Un análisis más desagregado corrobora esta conclusión. En el Gráfico R.3.1 se van sustrayendo sucesivamente del gasto total por habitante, medido a precios constantes, los intereses, el gasto en desempleo y pensiones y la inversión. Tras eliminar el gasto en desempleo y pensiones, además de los intereses, el gasto real por habitante destinado al resto de servicios y prestaciones ha caído casi 24 puntos entre 2009 y 2014, deshaciendo así todo el incremento observado durante los años anteriores a la crisis y

situándose aproximadamente en el nivel de partida observado en 2003.

Por otra parte, ha de tenerse en cuenta que, incluso en estas partidas, la caída del gasto corriente ha sido muy inferior a la del gasto total pues la inversión pública ha experimentado recortes muy sustanciales durante la crisis. Es cierto que si esta política se mantuviera durante mucho tiempo, terminaría teniendo efectos negativos sobre el crecimiento, pero a corto plazo seguramente ha sido una forma razonable de minimizar los efectos adversos de la crisis sobre los ciudadanos. Por ello, la línea azul del Gráfico R.3.1, de la que se excluye también la inversión es seguramente la que nos ofrece una imagen más realista de cómo han evolucionado los niveles de prestación de los servicios generales, tras haber excluido los intereses, las prestaciones por desempleo y pensiones. En términos de este agregado de gasto, la caída de unos 13 puntos per cápita desde su máximo en 2009 no debe esconder una ganancia de 8 puntos desde 2003. Esta ganancia, aunque sin duda modesta en comparación con la que tuvo lugar durante los años del *boom*, no apunta necesariamente a un brutal deterioro en la calidad de unos servicios fundamentales que hace diez años se consideraban satisfactorios. De hecho, el nivel de gasto observado en 2014 es prácticamente el mismo que el existente en 2007, justo antes de que comenzase la crisis económica.

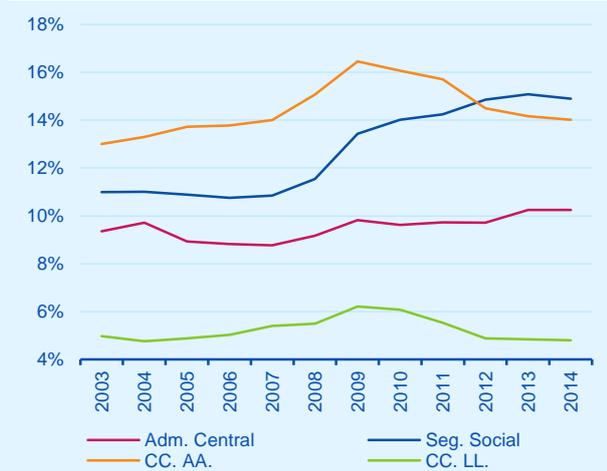
En el mismo sentido, en el Gráfico R.3.2 se muestra (con datos que en este caso sólo llegan hasta 2013) la evolución del gasto corriente por usuario a precios constantes en dos partidas fundamentales por su incidencia sobre el bienestar presente y futuro de los ciudadanos: sanidad y educación. El gasto corriente real dividido por el número de usuarios, medido este último por el número de habitantes en el caso de la sanidad, y por la población en edad escolar en sentido amplio (de 6 a 24 años de edad) en el de la educación, muestra un patrón que ya resulta familiar: fuertes ganancias hasta 2009 seguidas de un recorte en los últimos años de la muestra que nos deja en niveles similares a los existentes al comienzo de la crisis, con ganancias aún muy

respetables durante el conjunto del período analizado.

El Gráfico R.3.3 desagrega el gasto de acuerdo con el nivel de la administración que lo ejecuta, excluyendo de esta partida las transferencias a otras administraciones. Llama la atención el fuerte incremento del gasto de la Seguridad Social, que adelanta en 2012 al de las comunidades autónomas y pasa a ser la administración con un mayor peso en el gasto público.

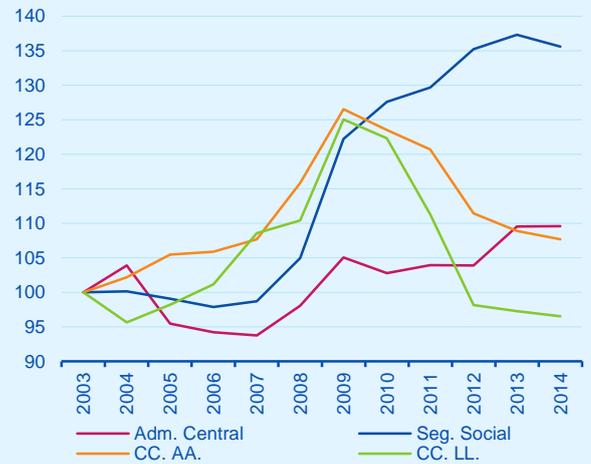
El desglose por partidas de gasto también resulta muy informativo. Como se aprecia en los Gráficos R.3.5 y R.3.6, la partida que más ha crecido durante el conjunto del período de interés ha sido, con diferencia, la destinada al pago de las pensiones contributivas de la Seguridad Social, que ha aumentado su peso en el PIB en 3 puntos entre 2003 y 2014. El gasto en personal, la compra de bienes y servicios, el pago de intereses y las prestaciones por desempleo también han contribuido, en torno a un punto de PIB cada una, al incremento del gasto, mientras que la caída de la inversión ha restado dos puntos de PIB a este indicador.

Gráfico R.3.3  
**Gasto no financiero neto de ayudas al sector financiero y de transferencias a otras AA. PP., en % del PIB**



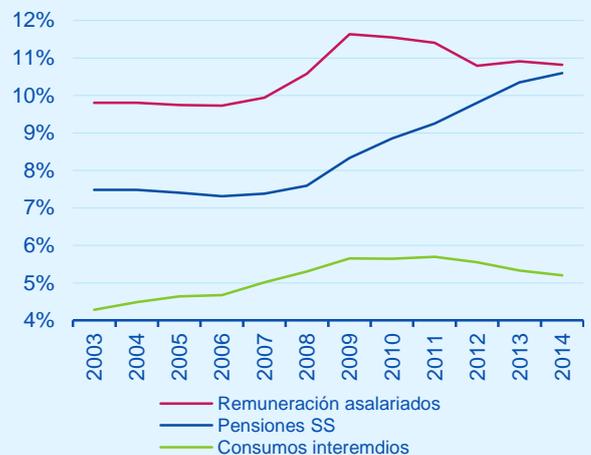
Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.4  
**Gasto no financiero neto de ayudas al sector financiero y de transferencias a otras AA. PP., 2003 = 100**



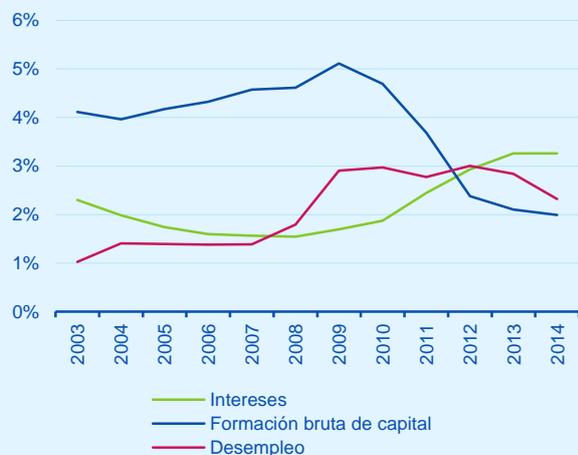
Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.5  
**Remuneración de asalariados, pensiones y consumos intermedios, conjunto de las AA. PP., en % del PIB**



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.6

**Formación bruta del capital, desempleo e intereses, conjunto de las AA. PP., en % del PIB**

Fuente: elaboración propia en base a IGAE

**Mirando hacia delante: ¿es realista el Programa de Estabilidad de 2015?**

La reciente actualización del Programa de Estabilidad (PdE, Reino de España, 2015, pp. 31 y siguientes) esboza una estrategia fiscal consistente en mantener constante el nivel actual de ingresos públicos medidos como fracción del PIB (en torno al 38%) a la vez que se reduce gradualmente el ratio de gasto sobre PIB hasta niveles similares a los de 2003, lo que permitiría prácticamente alcanzar el equilibrio presupuestario en 2018. Dadas las tasas de crecimiento previstas del PIB nominal (que aumentan progresivamente del 3,6% de 2015 al 4,6% de 2018), ¿son realistas las tasas de crecimiento de los distintos componentes del gasto público para reducir el gasto público sobre PIB en 5,5 pp hasta el 38%?

Como se muestra en ADD (2015), la partida más problemática es, con diferencia, la que recoge el gasto en pensiones. Para reducir su peso en el PIB en 2018 al nivel observado en 2003, necesitaríamos reducir a un ritmo del 4,7% anual una partida de gasto que ha crecido un 4,4% anual entre 2009 y 2014. Este objetivo parece difícil de alcanzar, dadas nuestras perspectivas demográficas y la tendencia al crecimiento del gasto que se deriva del hecho de que las pensiones iniciales de los nuevos pensionistas

son generalmente más elevadas que las de aquellos que abandonan el sistema por fallecimiento. De hecho, el mismo PdE (p. 49) prevé un crecimiento medio anual del 3% para el gasto en pensiones, lo que es consistente con los datos de crecimiento observado o presupuestado de esta variable en años recientes que se ofrecen en MEySS (2014, p. 217).

Para aproximar la evolución prevista de esta partida sobre PIB, hemos supuesto que el gasto en pensiones crece a un ritmo anual del 3% entre 2014 y 2018. De cumplirse las previsiones de PIB, en 2018 el gasto en pensiones sobre PIB se situaría en 10,18%, o 0,42 puntos de PIB por debajo del valor correspondiente a 2014, pero 2,7 pp por encima de su valor en 2003. Tras comprobar en ADD (2015) que en el resto de partidas del gasto sí que parece factible volver al peso en el PIB de 2003, el menor margen de recorte del gasto en pensiones nos deja con una reducción alcanzable del gasto de unos 2,8 puntos de PIB, frente a los 5,5 que serían necesarios para volver al equilibrio presupuestario, lo que todavía nos dejaría con un déficit público de casi 3 puntos del PIB.

Por otra parte, hay algunas partidas de ingreso donde la “normalización” cíclica debería traducirse en ganancias apreciables de recaudación sin necesidad de cambios normativos. La más importante es el Impuesto de Sociedades, cuya recaudación está a día de hoy en torno a un punto de PIB por debajo de su valor de 2003. Lo mismo sucede con los ingresos tributarios derivados de la compraventa de vivienda, que podrían recuperar unas 4 décimas de PIB.

En resumen, nuestros cálculos sugieren que existe margen para reducir el déficit en 4,16 puntos del PIB entre 2014 y 2018. Puesto que el déficit público estaba en el 5,7% del PIB, nos faltarían en torno a 1,5 puntos adicionales de PIB para llegar al equilibrio presupuestario una vez se normalice la situación.

Este déficit de 1,5 pp del PIB en 2018 coincide aproximadamente con el que estimamos por un procedimiento diferente para una situación cíclica

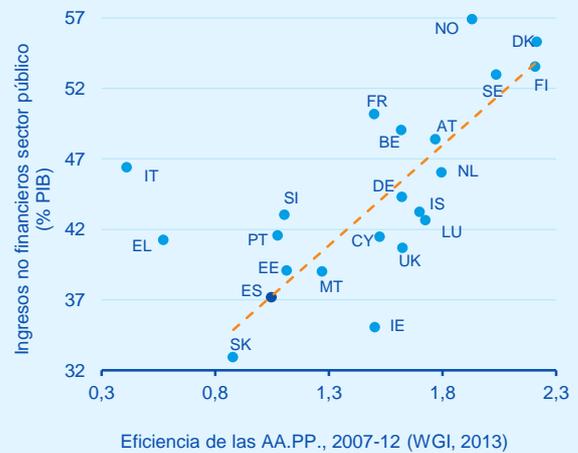
neutral. Este segundo procedimiento de estimación se ilustra en el Gráfico R.3.7. En el eje vertical de este gráfico se representa el saldo presupuestario del conjunto de las AA. PP. como porcentaje del PIB, mientras que eje horizontal mide el componente cíclico de la tasa de desempleo.<sup>44</sup> En una situación cíclica neutral, el desempleo cíclico es nulo y estaríamos sobre la línea roja vertical que se muestra en el gráfico. En las expansiones, cuando el desempleo cíclico es negativo, el saldo presupuestario tiende a mejorar como resultado del crecimiento de los ingresos públicos y la disminución de algunos gastos, como las prestaciones por desempleo. Por el contrario, en las recesiones ocurre lo contrario, de manera que el saldo presupuestario empeora. Esta sensibilidad del saldo presupuestario al desempleo cíclico aparece representada mediante la línea punteada azul con pendiente negativa, que nos indica que por cada punto de aumento del desempleo el saldo presupuestario tiende a reducirse en 0,75 puntos de PIB, aproximadamente.

Gráfico R.3.7  
**Saldo presupuestario de las AA. PP. y desempleo cíclico, 2005-2018**



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

Gráfico R.3.8  
**Ingresos públicos sobre PIB y eficiencia de las AA. PP., 2007-2012**



Fuente: elaboración propia en base a IGAE

La estrategia del Programa de Estabilidad consiste básicamente en un ajuste cíclico hasta un déficit estructural cercano al 1%, siguiendo la flecha verde del Gráfico R.3.7 a lo largo de una senda de reducción del desempleo derivada de la recuperación económica.

Con estas previsiones, el nivel actual de ingresos tributarios será insuficiente para eliminar el déficit y satisfacer las necesidades actuales de gasto. Esta conclusión se refuerza, además, cuando miramos hacia delante y tenemos en cuenta la considerable presión al alza sobre el gasto público en sanidad, dependencia y pensiones que cabe esperar durante las próximas décadas. La única buena noticia en este campo es que, tal como se ha visto en la sección anterior, no estamos en una situación de emergencia debido a un deterioro de los servicios públicos que exija un aumento urgente del gasto, por lo que podemos ir trabajando simultáneamente en dos estrategias complementarias.

La primera y más prometedora de estas estrategias se centra en introducir reformas estructurales que reduzcan permanentemente nuestra tasa de desempleo. Tal y como se muestra en el Gráfico R.3.7, teniendo en cuenta

44: El desempleo cíclico no es más que la diferencia entre la tasa de desempleo y su componente estructural de largo plazo, que se supone constante en el 18 por ciento en el horizonte de previsión a 2018 del Programa de Estabilidad.

la sensibilidad del saldo presupuestario a la tasa de desempleo, bastaría con que el desempleo disminuyese permanentemente en 4 pp para que el saldo estructural mejorase en unos 3 puntos, dejándonos con un superávit estructural cercano a dos puntos. Aunque la estimación del desempleo estructural incorpora una elevada dosis de incertidumbre, podemos hacernos una idea aproximada de cuál puede ser su nivel y del enorme margen de mejora existente a partir de las tasas de desempleo estructural estimadas para España y para otras economías avanzadas. En el momento de máxima expansión, la tasa de desempleo española llegó a bajar hasta el 8%, mientras que en la crisis económica alcanzó un pico superior al 26%. La media de este mínimo y máximo es ligeramente inferior al 18 por ciento, una cifra muy similar a la estimada con procedimientos econométricos más precisos y sofisticados. Si suponemos una relación lineal entre la disminución del desempleo estructural y la mejora de la cuentas públicas, reducir permanentemente un desempleo estructural cercano al 18 por ciento a niveles próximos al 6 por ciento, como los observados en Alemania, Estados Unidos, Holanda, Reino Unido, Dinamarca o Suecia podría llegar a proporcionarnos un margen de casi 9 puntos del PIB de mejora permanente del saldo presupuestario, lo que nos permitiría también hacer frente al incremento del gasto público que requerirán las pensiones y la sanidad públicas, o a la mejora de otras políticas y prestaciones públicas.

Obviamente una reducción permanente del desempleo de esta magnitud no se va a conseguir de un día para otro, sino lentamente y tras la adopción de muchas medidas complementarias en ámbitos tan distintos como los mercados de trabajo y de productos en cuya reforma resulta imprescindible seguir avanzando. También será necesario mejorar sustancialmente la eficiencia del sector público, los resultados del sistema educativo y de la formación profesional y continua y la calidad de las instituciones. Pero, más allá de ser un objetivo crucial para una sociedad que aspire a acabar con la lacra del

desempleo, una reducción de este calibre de la tasa de desempleo estructural tendría unas enormes implicaciones presupuestarias.

La segunda estrategia consiste en buscar la mejor forma de aumentar nuestros ingresos públicos para cerrar la brecha con las necesidades de gasto que pueda persistir tras haber agotado las posibilidades de racionalización del gasto y de fomento del crecimiento y el empleo. Este aumento de ingresos habrá de ser compatible con el fomento del ahorro, la acumulación de capital humano y, en definitiva, con el crecimiento económico. Sobre cómo avanzar en esta línea hay un amplio acuerdo en que la mejor forma de minimizar las distorsiones ligadas a una mayor recaudación tributaria consiste en aumentar los ingresos mediante la ampliación de las bases impositivas relevantes, manteniendo los tipos de gravamen lo más bajos que sea posible. También hay un consenso, aunque seguramente algo menos general, sobre la conveniencia de aumentar el peso de la tributación indirecta en el total. Estas ideas se han recogido repetidamente en las recomendaciones de los principales organismos internacionales y en los trabajos e informes de numerosos hacendistas españoles, entre lo que cabe destacar el reciente informe de la Comisión de Expertos presidida por el profesor Lagares (Lagares et al, 2014). Aunque no es éste el sitio más adecuado para entrar en detalle en una discusión compleja que exigiría al menos un artículo separado, sí queremos señalar nuestra coincidencia en términos generales con las ideas citadas. En esta línea, una posibilidad atractiva sería la de elevar el tipo medio efectivo de los impuestos indirectos, que es muy inferior al existente en otros países de nuestro entorno, por ejemplo mediante un aumento de los impuestos medioambientales y/o una reducción del número de productos que pagan los tipos reducido y superreducido del IVA. También sería aconsejable ensanchar las bases imponibles del IRPF y Sociedades, quizás eliminando el sistema de módulos y aumentando la vigilancia sobre las rentas no salariales. Finalmente, pensamos que sería buena idea ir hacia un mayor uso de los

mecanismos de copago (especialmente en sanidad y universidades pero también en infraestructuras y transportes), bien diseñados para que nadie pueda quedar excluido en razón de su nivel de renta.

En cualquier caso, el aumento de la presión fiscal debe ir cuando menos acompañado si no precedido por una mejora de la eficiencia en el funcionamiento de las AA. PP. Cuanto mayor sea la eficiencia del sector público más predispuesta estará la sociedad a aumentar su contribución tributaria sabiendo que a cambio recibirá más y mejores servicios. La evidencia disponible para los países europeos, que se muestra en el Gráfico R.3.8, indica que hay una estrecha relación entre la eficiencia de las AA.PP. y el peso de los ingresos públicos sobre el PIB, con excepciones puntuales que no son precisamente historias de éxito.

## Conclusiones

Las cuentas públicas españolas desde 2003 muestran un extraordinario aumento de gasto hasta 2009 que sólo se ha revertido en parte: el gasto público per cápita en 2014 es similar en términos reales al que teníamos en 2007, lo que significa que nuestros servicios públicos han contado con los medios para resistir la crisis mejor de lo que habitualmente se dice. Pero esto no nos debe hacer olvidar los retos fiscales futuros a los que hemos de hacer frente. Hay margen para reducciones del gasto público sobre PIB, a medida que éste aumente, manteniendo a corto plazo el gasto público total por habitante a precios constantes y evitando reducciones adicionales a las ya llevadas a cabo durante la crisis. Pero este margen no será suficiente para eliminar por completo el déficit actual y para hacer frente a las crecientes necesidades de gasto que se derivan del envejecimiento de la población. Por todo ello, tenemos que abordar reformas estructurales que aporten recursos fiscales a través de un mayor empleo y un crecimiento más rápido de la economía, así como reformas fiscales lo menos distorsionantes posibles que permitan aumentar moderadamente la recaudación sin necesidad de elevar los tipos de

gravamen, mediante la expansión de las bases tributarias.

## Referencias bibliográficas

Andrés, J., a. De la fuente y R. Doménech (ADD, 2015). "Notas para una política fiscal

en la salida de la crisis." De próxima publicación en *ICE, Revista de Economía*.

Andrés, J. y R. Doménech (2015). *En Busca de la Prosperidad*. Ediciones Deusto,

BANCO MUNDIAL (2014). Worldwide Governance Indicators (WGI). <http://goo.gl/T0YjsW>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2001a). Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria. (BOE num. 298 de 13/12/2001).

<http://www.boe.es/boe/dias/2001/12/13/pdfs/A46819-46825.pdf>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2001b). Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria. (B.O.E. 14/12/2001)

[www.meh.es/.../03\\_LO\\_5\\_2001\\_complementaria\\_LGEP\\_act.pdf](http://www.meh.es/.../03_LO_5_2001_complementaria_LGEP_act.pdf)

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2006). Ley Orgánica 3/2006, de 26 de mayo, de reforma de la Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria. (BOE de 27 de mayo de 2006)

<http://www.uned.es/escuela-practica-juridica/LO0306.pdf>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2007). Real decreto legislativo 2/2007, de 28 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria.

<http://www.boe.es/boe/dias/2007/12/31/pdfs/A53953-53961.pdf>

BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO (BOE, 2012). Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

<http://www.boe.es/boe/dias/2012/04/30/pdfs/BOE-A-2012-5730.pdf>

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO (IGAE, 2015a). Operaciones no financieras del sector Administraciones Públicas y sus Subsectores.

<http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmPublicas/Paginas/ianofinancierasTotal.aspx>

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO (IGAE, 2015b). Contabilidad nacional. Clasificación funcional del gasto de las Administraciones Públicas (COFOG). Información anual.

<http://www.igae.pap.minhap.gob.es/sitios/igae/es-ES/ContabilidadNacional/infadmpublicas/Paginas/iacogof.aspx>

LAGARES, M. et al (2014). Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del sistema tributario español. Madrid.

MINISTERIO DE EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL (MEySS, 2014). Presupuestos de la Seguridad Social. Ejercicio 2015. Informe Económico-Financiero. Madrid.

[http://www.seg-social.es/Internet\\_1/Estadistica/PresupuestosyEstudi47977/Presupuestos/Presupuestos2015/PRESDEF2015INFC/index.htm](http://www.seg-social.es/Internet_1/Estadistica/PresupuestosyEstudi47977/Presupuestos/Presupuestos2015/PRESDEF2015INFC/index.htm)

REINO DE ESPAÑA (2015). Actualización del Programa de Estabilidad, 2015-2018. Madrid.

[http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Varios/PE%202015-18%2030\\_04\\_2015.pdf](http://www.minhap.gob.es/Documentacion/Publico/GabineteMinistro/Varios/PE%202015-18%2030_04_2015.pdf)

**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 de 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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Con la colaboración de:*

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**  
Le Xia  
le.xia@bbva.com

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

**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

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

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

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

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

**Venezuela**  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@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

**Regulación Digital**  
Álvaro Martín  
alvarojorge.martin@bbva.com

**Áreas Globales**

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

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

**Innovación y Procesos**  
Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

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