

Situación España

2º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA



01
La economía española crecerá en torno al 2,7% durante el próximo bienio...

02
... con sesgos al alza en 2016 y a la baja en 2017

03
Los vientos de cola se mantienen, pero soplan con menos fuerza

04
Un mercado laboral más flexible habría permitido una menor destrucción de empleo durante la crisis

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global bajo y frágil	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía española	7
4 La recuperación favorecerá el ajuste fiscal, pero habrá de intensificarse el control del gasto	28
Recuadro 1. El papel de la flexibilidad salarial en la recuperación del mercado de trabajo en España	34
Recuadro 2. Las finanzas autonómicas en 2015 y el impacto del sistema de financiación y de algunos atípicos	42
Recuadro 3. Impacto de las medidas no convencionales de política monetaria en la economía española	46
5 Cuadros	52

Fecha de cierre: 6 de mayo de 2016

1 Editorial

En línea con lo previsto hace tres meses, se espera que el PIB aumente un 2,7%, tanto en 2016 como en 2017 y que la economía española genere un millón de puestos de trabajo en el acumulado de los dos años. Estas previsiones, elaboradas bajo la hipótesis de que no se producen cambios de política económica distintos a los ya aprobados, pueden verse afectadas por la mayor fortaleza que muestran los distintos indicadores de actividad (sesgos al alza) o por la realización de algunos de los riesgos que entonces se adelantaban (sesgos a la baja). A pesar de que la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada, no se observa una desaceleración significativa de la actividad, probablemente por la contribución positiva de otros factores. Por otro lado, algunos de los vientos de cola que han apoyado la recuperación pierden fuerza. En todo caso, la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos se incrementa y es posible que se observe una desaceleración de la actividad durante los próximos trimestres, consistente con el escenario aquí previsto.

De acuerdo con los indicadores observados al cierre de esta publicación, en el 2T16 la economía ligaría cuatro trimestres consecutivos con un crecimiento del PIB alrededor del 0,8%, lo que aporta un sesgo positivo a las previsiones para 2016. Este crecimiento se explica por el fuerte aumento de la demanda interna, principalmente del consumo de las familias, y a pesar de la moderación que se observa en el crecimiento de ciertas partidas del gasto público o de la inversión. Asimismo, las exportaciones de servicios continúan mostrando un comportamiento excepcional, a diferencia de las de bienes, influenciadas por el deterioro en las perspectivas de crecimiento de algunas economías emergentes. Por último, aunque la recuperación de la inversión en vivienda parece consolidarse, lo hace a un ritmo algo más débil del inicialmente previsto. En resumen, las contribuciones de las distintas partidas de la demanda han variado poco durante los últimos trimestres, aunque muestran una menor contribución del sector público y el efecto de un crecimiento más débil en una parte de los socios comerciales.

Algunos de los soportes que han venido apoyando la recuperación se mantienen. Distintos factores han reducido los riesgos relacionados con las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Entre ellos está una mejora de las expectativas sobre la actividad en China, una reversión parcial en la tendencia de los precios de las materias primas (ambos elementos de optimismo para las economías emergentes), y la percepción de que la Reserva Federal de los EE. UU. no aumentará tipos de interés en una cuantía que ponga en peligro el crecimiento de su economía. Asimismo, el precio del petróleo se mantendrá considerablemente por debajo de su nivel de los últimos años. Finalmente, la política monetaria en Europa continuará teniendo un tono expansivo, mientras que la política fiscal en España podría ser neutral o ligeramente expansiva.

Sin embargo, los vientos de cola pierden fuerza. La mejora del escenario global es débil y frágil, con tasas de crecimiento por debajo de las observadas durante el período 2011-2015 (3,2%) o de aquellas vistas durante la década anterior a 2008 (4,0%). Asimismo, comienza a observarse un repunte en los precios del petróleo cuyo principal origen parece ser el ajuste que se viene registrando por el lado de la oferta y no una recuperación de la demanda mundial. Adicionalmente, aunque el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado una amplia gama de medidas (reducción de los tipos oficiales, inyecciones de liquidez, compra de activos, etc.), el impacto de la política monetaria sobre el crecimiento puede estar comenzando a agotarse (véase el Recuadro 3). Por un lado, aunque empresas, familias y sector público se han beneficiado de la reducción de los tipos de interés en las operaciones de crédito, este alivio podría estar cerca de su límite. Así, tanto la barrera nominal que supone el tipo de interés del 0%, como la rigidez a la baja en las primas soberanas o de financiación al sector privado (por motivos de solvencia), impedirán que la disminución del coste financiero continúe. Por otro, el euro ha encontrado cierta estabilidad y no se espera

una depreciación adicional que estimulase más a la competitividad. Por último, respecto a la política fiscal, se estima que durante 2015 el conjunto de las administraciones públicas llevaron a cabo medidas discrecionales por un monto aproximado de un 1% del PIB. Este impulso no volverá a repetirse en 2016.

Este balance de fuerzas entre los distintos soportes del crecimiento se da en un entorno donde algunos de los riesgos que se vislumbraban se han producido, mientras que la resolución de otros continúa en el aire. La desviación observada a finales de 2015 respecto al objetivo de déficit público podría suponer un deterioro de la credibilidad del proceso de ajuste de los desequilibrios de la economía española. Asimismo, aun cuando se apruebe la nueva senda propuesta por el Gobierno en funciones, su cumplimiento requerirá una rigurosa ejecución de las medidas prometidas en el Programa de Estabilidad y Crecimiento. Incluso en este escenario, es muy difícil que las comunidades autónomas en su conjunto y, en particular, algunas de ellas alcancen el objetivo planteado. En cualquier caso, el incumplimiento del objetivo de déficit tiene costes. En primer lugar, introduce una innecesaria volatilidad en el crecimiento económico (dada la diferencia en el impulso fiscal que habrá entre 2015 y 2016). En segundo lugar, las medidas discrecionales que se tomaron el año pasado, y que en buena parte explican la desviación, tendrán que ser compensadas de alguna manera en el futuro. Esto genera incertidumbre acerca de la forma que tomará el ajuste durante los próximos años. Finalmente, la credibilidad es un activo que se pierde rápidamente. De momento, las consecuencias de la desviación sobre el coste de financiación del bono soberano han sido limitadas, gracias en buena parte a la compra de activos por parte del BCE. Sin embargo, este entorno no durará para siempre, y en una economía tan endeudada como la española será clave contener el coste de financiación para poder así asegurar la continuidad de la recuperación.

La incertidumbre sobre el futuro de la política económica se mantiene en niveles elevados, aunque hasta el momento, los costes parecen limitados. A pesar de que no es evidente un deterioro de la actividad ante la falta de definición de un Gobierno en España, esto no quiere decir que el impacto en el PIB no se esté produciendo. En particular, las previsiones de crecimiento que se presentan en esta publicación podrían ser hasta 8 décimas superiores (en el acumulado de 2016 y 2017) si no se hubiera producido el aumento de la incertidumbre sobre la política económica que se observó entre enero y abril. Más aún, no hay garantía de que estos efectos negativos no continúen aumentando. Por lo tanto, sería recomendable que para revertir estos efectos, el nuevo Gobierno implementara un proceso ambicioso de reformas de la economía, que incrementara el crecimiento potencial. BBVA Research ha presentado recientemente una propuesta a este respecto, enfocada a incrementar la eficiencia y la equidad del mercado laboral. En particular se busca aumentar el atractivo de la contratación indefinida, una modernización de la negociación colectiva, un sistema impositivo que favorezca la creación de empleo, así como la mejora en el diseño de las políticas activas y pasivas de empleo. Los beneficios de avanzar en esta dirección pueden ser elevados, como muestra el análisis de las repercusiones del cambio que se ha observado en la respuesta de los salarios a la actividad económica durante los últimos años (véase el Recuadro 1). Por otro lado, mejorar la credibilidad sobre el control de las cuentas públicas, y en particular, sobre los desequilibrios de las comunidades autónomas, parece un objetivo primordial para el próximo Gobierno. En principio, los gobiernos regionales han hecho un esfuerzo considerable durante estos años (véase el Recuadro 2). Sin embargo, la ausencia de disciplina de mercado (al acceder a financiación a través del Fondo de Liquidez Autonómico), junto con la falta de certidumbre sobre la aplicación de las medidas disponibles a través de la Ley de Estabilidad Presupuestaria ha supuesto un freno al proceso de ajuste. Hacia delante, y sin dejar de lado la necesaria reforma del Sistema de Financiación Autonómica, es necesario que se logre un consenso sobre un plan de consolidación creíble para cada una de las CC. AA., que premie a aquellas que cumplan con objetivos, que incentive la reforma de los mercados regionales (unidad de mercado, reducción de costes de operación de las empresas, etc.) como alternativa a medidas más dolorosas y que, por lo tanto, les permita el regreso a los mercados de financiación.

2 Crecimiento global bajo y frágil¹

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman la estabilización **del crecimiento de la economía mundial en tasas aún reducidas, pero ligeramente superiores a las de finales de 2015**. Así, el modelo BBVA-GAIN² cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), significativamente por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (véase el Gráfico 2.1). No obstante, el ritmo de crecimiento podría acelerarse en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial y/o si se asiste **a una mejora sustancial del crecimiento económico en EE. UU. y Japón**.

El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, respondía a la propia desaceleración de la actividad global y amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad. Desde entonces, las tensiones financieras, al igual que la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global, han remitido. En este sentido, han sido determinantes **el comportamiento mejor que el esperado de los indicadores económicos en China**, las menores presiones a la baja sobre la cotización del yuan, **la estabilización de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed**.

Con todo, **la mejora del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil** y está supeditada a la evolución de la economía china, la resolución de los focos de inestabilidad en torno a Europa (geopolítica, "Brexit", pago de la deuda griega principalmente) o a una posible desaceleración de EE. UU. En cualquier caso, no debe descartarse que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año, en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales de las economías desarrolladas para relanzar el crecimiento.

Eurozona: revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, con riesgos de naturaleza política a corto plazo

Tras el moderado crecimiento del segundo semestre de 2015 (tasas trimestrales del PIB del 0,3%), **la economía de la Eurozona aceleró su ritmo de avance hasta el 0,6% en el primer trimestre de 2016**. El comportamiento, mejor que el esperado, de Francia y Alemania (con tasas de crecimiento del orden del 0,5-0,6%) y el dinamismo de España (incremento del 0,8% por tercer trimestre consecutivo) estarían detrás de la mejora del conjunto del área en el arranque de este año.

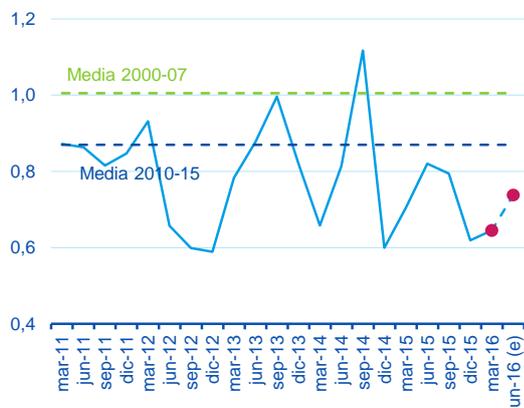
La fortaleza del consumo privado, que ha recuperado los niveles previos a la crisis, **sigue siendo clave en el patrón de crecimiento** de la Eurozona, si bien el deterioro reciente de la confianza de los agentes y el nivel de endeudamiento que acumulan los hogares de algunos países periféricos limitan su margen de aportación adicional a la actividad agregada. Ello, unido a la **recuperación modesta que sigue exhibiendo la inversión en capital** (en un contexto de elevada incertidumbre externa y política y presiones a la baja sobre los beneficios empresariales) y a la **debilidad del comercio exterior**³, justifican la **revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para 2016 y 2017** (véase el Gráfico 2.2). Así, el PIB de la Eurozona podría crecer este año el 1,6% y el 1,9% en 2017 (0,2pp y 0,1pp menos que lo previsto hace tres meses, respectivamente).

1: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Observatorio Económico de BBVA Research, correspondientes al segundo trimestre de 2016, disponibles en: <https://www.bbva-research.com/>

2: Véase <https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-to-benefit-from-a-less-stressed-financial-outlook/>

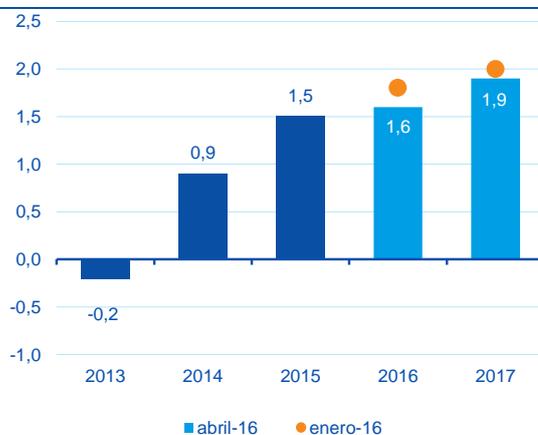
3: En particular se constata que el efecto de la depreciación acumulada por el euro desde mediados de 2014 ha empezado a diluirse, sobre todo en los últimos meses al recuperar la divisa comunitaria cotas de 1,15 frente al dólar.

Gráfico 2.1
PIB mundial, (% t/t) Previsiones 1T y 2T para 2016 a partir de BBVA-GAIN



(e): estimación.
 Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Eurozona: crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y Haver

En el escenario más probable, **el soporte a la actividad que puedan ejercer las nuevas medidas de estímulo del BCE⁴ y el carácter ligeramente expansivo de la política fiscal** en los principales países del área **será moderado y, por tanto, insuficiente para compensar el impacto negativo de los factores anteriormente mencionados** sobre la confianza y las decisiones de gasto del sector privado. Además, no se descarta que la proximidad de importantes pagos de deuda por parte de Grecia pueda generar tensiones en los mercados si no se cierra previamente el acuerdo que se está negociando con los acreedores públicos.

En lo que respecta al escenario de inflación, se mantiene prácticamente sin cambios, lo que llevaría a la tasa general promedio para 2016 al 0,2% y al 1,3% para 2017. El aumento observado en los precios del petróleo puede aliviar las presiones a la baja sobre el componente energético del IPC a más corto plazo, pero en ausencia de un incremento sostenido de los precios del núcleo subyacente (estable en tasas del 1%) la inflación general no alcanzaría el objetivo de estabilidad de precios del BCE hasta 2018.

4: Véase <https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/04/ECB-Watch-Minutes-April162.pdf>

3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación no cede terreno, a pesar de que los riesgos siguen estando presentes

La economía española inauguró 2016 dando continuidad a la recuperación emprendida a mediados de 2013. A pesar de que la coyuntura económica ha estado marcada por la incertidumbre, tanto interna como externa⁵, durante los últimos meses se ha asistido a una **estabilización del ritmo de expansión de la actividad en torno a las cifras observadas a lo largo de 2015** y, por tanto, por encima de su crecimiento tendencial. Entre los factores que siguen apoyando al crecimiento destacan, a nivel externo, **los bajos precios del petróleo, la mejora progresiva de la demanda europea y la política monetaria del BCE** (véase la sección 2).

A nivel doméstico, la mejora gradual del mercado laboral y de las condiciones de financiación de empresas y familias, así como la corrección de los desequilibrios internos, continúan favoreciendo las decisiones de consumo e inversión. Por su parte, **la política fiscal sigue siendo ligeramente expansiva y se tornará neutral a medida que avanza el bienio 2016-2017**, lo que contribuye al crecimiento en el corto plazo, a pesar de que aumentan los riesgos asociados a los incumplimientos de los objetivos presupuestarios (véase la sección 4).

En resumen, los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación durante el próximo bienio. **Se espera que el PIB siga creciendo a tasas saludables** lo que, habida cuenta del entorno de incertidumbre y del menor viento de cola que ejercerán algunos factores –como el precio del petróleo o las políticas fiscal y monetaria–, sería compatible con una moderación del ritmo de avance trimestral durante los próximos trimestres. En concreto, las estimaciones de BBVA Research indican que el PIB crecerá el 2,7%, tanto en 2016 como en 2017, lo que permitirá crear alrededor de 1.000.000 de puestos de trabajo en el conjunto del periodo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17,5%⁶.

Si bien el escenario presentado en este informe no incorpora revisiones en las expectativas de crecimiento, **algunos riesgos internos y externos se mantienen o, incluso, su probabilidad de ocurrencia se ha incrementado**. Entre los que se mantienen se encuentra la incertidumbre, tanto en lo que respecta a la recuperación económica global⁷ como en lo que atañe a las decisiones de política económica a nivel doméstico. Entre los que aumentan, se encuentra el deterioro en la credibilidad sobre el proceso de consolidación de las cuentas públicas como consecuencia del incumplimiento de los objetivos marcados.

El crecimiento se mantuvo estable en el arranque del año

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 0,8% t/t en el primer trimestre de 2016⁸, en línea con lo anticipado hace tres meses (BBVA Research: 0,8% t/t). De confirmarse, esta estimación supondría la estabilización del ritmo de expansión de la actividad en tasas similares a las registradas durante la segunda mitad de 2015 (0,8% t/t en 3T15 y 4T15) y elevaría el crecimiento interanual por encima del 3,0% por cuarto trimestre consecutivo (3,4% a/a).

5: Donde destaca a nivel interno la asociada a la política económica y, a nivel externo, la volatilidad financiera, la debilidad del ciclo económico global y las tensiones geopolíticas.

6: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo medio anual del 2,8% y la tasa de paro se situará en torno a 18,5% en 2017.

7: En particular, siguen advirtiéndose riesgos asociados a la desaceleración de las economías emergentes, principalmente de China y de los exportadores de petróleo.

8: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 1T16 se publicará el próximo 26 de mayo, siendo posible la revisión de la estimación avance.

Analizando la composición del crecimiento, los indicadores parciales de coyuntura señalan que la demanda doméstica (especialmente, la privada) habría sido el principal sustento de la actividad (0,7pp t/t). A pesar del buen desempeño exportador, el aumento de las importaciones habría dado lugar a una aportación positiva, pero marginal, de la demanda externa neta al crecimiento (0,1pp t/t) (véase el Gráfico 3.1).

De cara al segundo trimestre de 2016, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la **tendencia de recuperación de la economía española se está prolongando (previsión MICA-BBVA⁹: 0,8% t/t)** (véase el Gráfico 3.2). No obstante, la incertidumbre continúa siendo elevada y, tal y como indican las expectativas recogidas en la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)¹⁰, no se puede descartar una desaceleración, aunque moderada, del ritmo de expansión de la actividad en los próximos meses (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

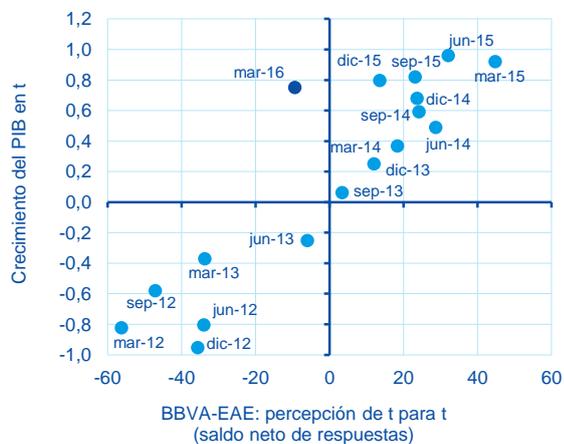
Gráfico 3.2
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



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

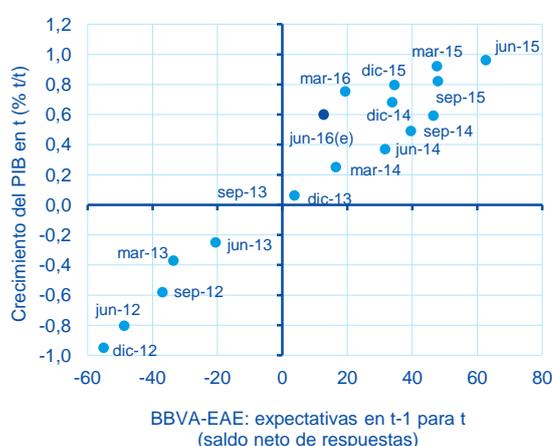
9: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>
10: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/epUjnr>

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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

La demanda doméstica privada continuó creciendo, a pesar de la incertidumbre

El consumo privado habría vuelto a aumentar en el 1T16 a tasas similares a las observadas en el trimestre precedente. Si bien los indicadores de gasto de los hogares, tanto en bienes como en servicios, han exhibido un menor dinamismo entre enero y marzo, algunas de las variables que determinan el consumo han evolucionado favorablemente. Así, la renta disponible de las familias habría vuelto a incrementarse, tanto por el efecto de la creación de empleo sobre el componente salarial como por la rebaja de la tarifa del IRPF. Del mismo modo, las nuevas operaciones de crédito al consumo habrían acelerado su ritmo de crecimiento (véase el Gráfico 3.5). Por el contrario, la caída de las cotizaciones bursátiles habría reducido la contribución de la riqueza neta al crecimiento del gasto por segundo trimestre consecutivo, pese al descenso previsto de los pasivos financieros y al avance estimado del precio de la vivienda. Además, la percepción de los hogares sobre la situación económica retrocedió durante el 1T16.

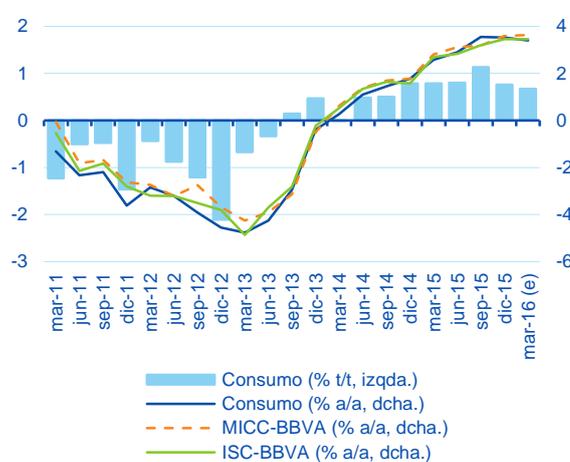
Como resultado, tanto el indicador sintético de consumo (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares habría vuelto a crecer en torno al 0,7% t/t en el 1T16** (véase el Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
España: determinantes del consumo
(Datos CVEC. 1T11 = 100)



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

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



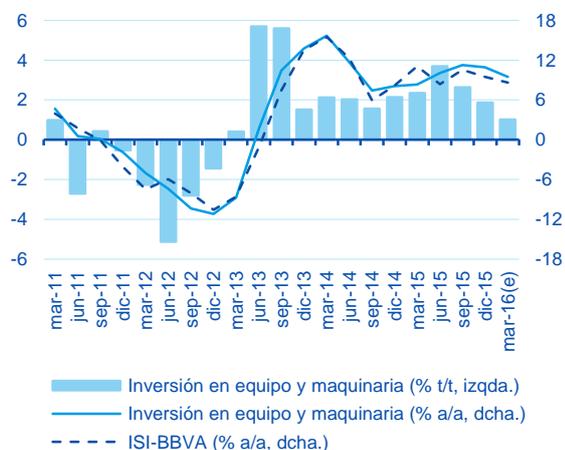
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inversión en maquinaria y equipo continuó creciendo en el comienzo de 2016, aunque habría encadenado el tercer trimestre consecutivo de desaceleración. Si bien las condiciones de financiación continuaron siendo favorables en 1T16, la puesta en marcha de proyectos de inversión podría estar siendo afectada por la prolongación del contexto de elevada incertidumbre, tanto interna como externa. Así, los indicadores parciales de esta partida de la inversión continúan dando señales mixtas. Por un lado, las importaciones de bienes de capital y la confianza industrial mostraron signos de recuperación tras un cierre de 2015 negativo. Por el otro, la producción industrial de bienes de capital moderó su crecimiento, mientras que se observaron caídas tanto en la cartera de pedidos de bienes de equipo como en las ventas de vehículos industriales, en este último caso, por primera vez en el último año y medio. De este modo, **el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) apunta hacia un crecimiento del 1,2% t/t (9,7% a/a) de la inversión en maquinaria y equipo en el primer trimestre de 2016** (véase el Gráfico 3.7).

Los indicadores de inversión en vivienda apuntan a un inicio del año sin grandes variaciones respecto al 4T15. Así se desprende de la moderación del crecimiento tanto de los visados de obra nueva como del empleo en el sector, que en el 1T16 prácticamente apenas varió respecto al trimestre precedente. Por su parte, tras el estancamiento observado durante la segunda mitad de 2015, los datos conocidos apuntan a una recuperación de las ventas de viviendas en el primer trimestre del año. Como resultado, **el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) vislumbra un avance de esta partida de la inversión del 0,8% t/t (2,9% a/a) en el 1T16** (véase el Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

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

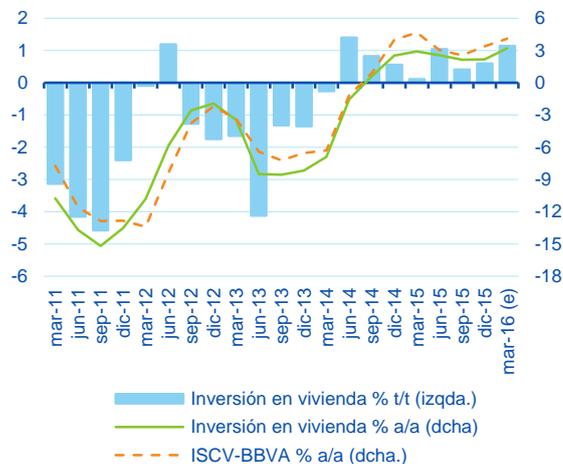


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8

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



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

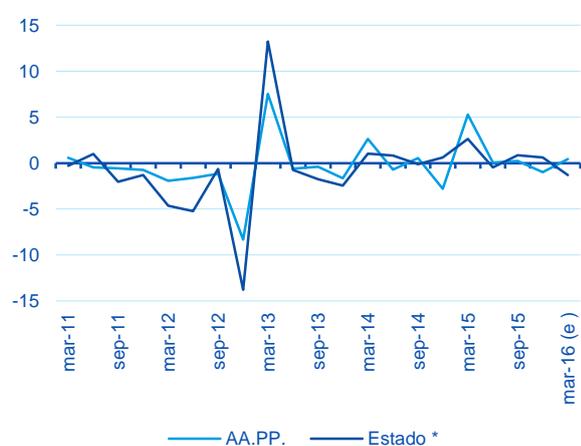
La demanda pública volvió a aumentar, pese a que algunos de sus componentes se desaceleraron

Aunque el tono expansivo que se observó en la política fiscal durante 2015 se está prolongando, habría perdido algo de intensidad en el primer trimestre de 2016. Si bien las cifras de ejecución presupuestaria del Estado evidencian una caída marginal del gasto en consumo público nominal respecto al trimestre precedente, la información disponible indica que **el consumo real de las administraciones públicas habría crecido un 0,3% t/t (2,0% a/a)**, tres décimas menos que en el 4T15 (véase el Gráfico 3.9). En este sentido, la evolución del empleo público según la Encuesta de Población Activa (EPA) sugiere una contribución positiva del componente salarial al gasto público, si bien de menor magnitud que la observada en el trimestre anterior. De hecho, la creación de empleo en el sector se desaceleró en el primer trimestre del año hasta el 0,3% t/t CVEC (véase el 3.10).

Por su parte, la reducción de la licitación oficial registrada a lo largo de 2015 apunta a que la inversión pública en el 1T16 se habría mantenido en niveles similares a los registrados a finales del año pasado. Por el contrario, el buen tono de los visados de obra nueva de uso no residencial sugiere que la inversión privada estaría liderando el ligero repunte de la **inversión en construcción no residencial, con un crecimiento en el primer trimestre en torno al 0,9% t/t (5,1% a/a)**, tres décimas más que en el 4T15.

Gráfico 3.9

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



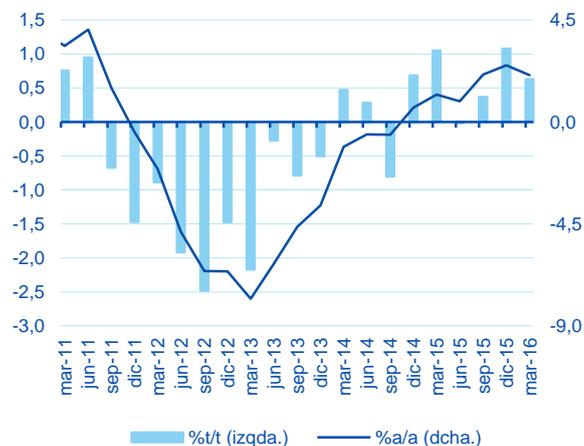
(e) estimación.

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

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 3.10

España: asalariados del sector público (datos CVEC)

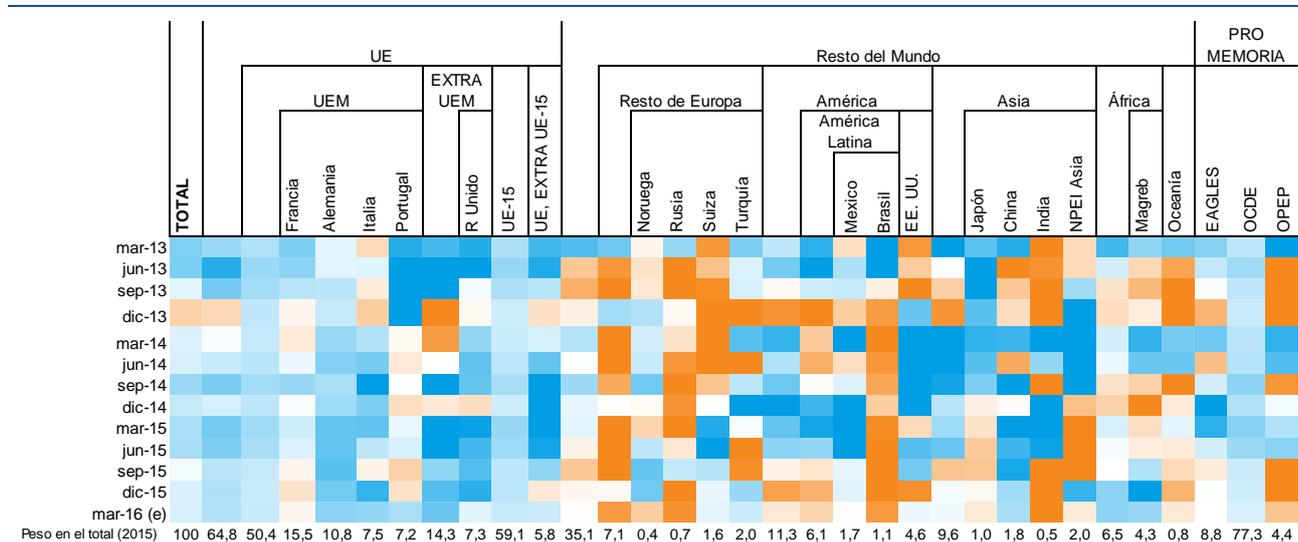


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los flujos comerciales experimentaron una modesta recuperación en los primeros compases del año

Durante el primer trimestre **se observaron señales mixtas en la coyuntura global** para el comercio exterior español. Por el lado positivo, se asistió a una **aceleración inesperada del crecimiento de la zona euro** hasta el 0,6% t/t (0,3% t/t en 4T15), al tiempo que **los precios del petróleo continuaron en niveles históricamente bajos**. Sin embargo, durante los primeros compases del año se prolongó **el clima de incertidumbre global**, marcado por la moderación de las expectativas de crecimiento (sobre todo, en los países emergentes) y una elevada volatilidad financiera. No obstante, el balance del trimestre fue ligeramente positivo, y la tendencia al alza de las exportaciones a la mayor parte de los destinos europeos (a excepción de Francia) volvió a compensar la **menor demanda extra comunitaria** (principalmente, la de algunas grandes economías emergentes como Rusia, Brasil e India) (véase el Gráfico 3.11). Así, los indicadores disponibles de comercio exterior apuntan a una **modesta recuperación de las exportaciones de bienes en 1T16 (0,6% t/t, 4,3% a/a)** tras la caída observada en 4T15 (-0,2% t/t).

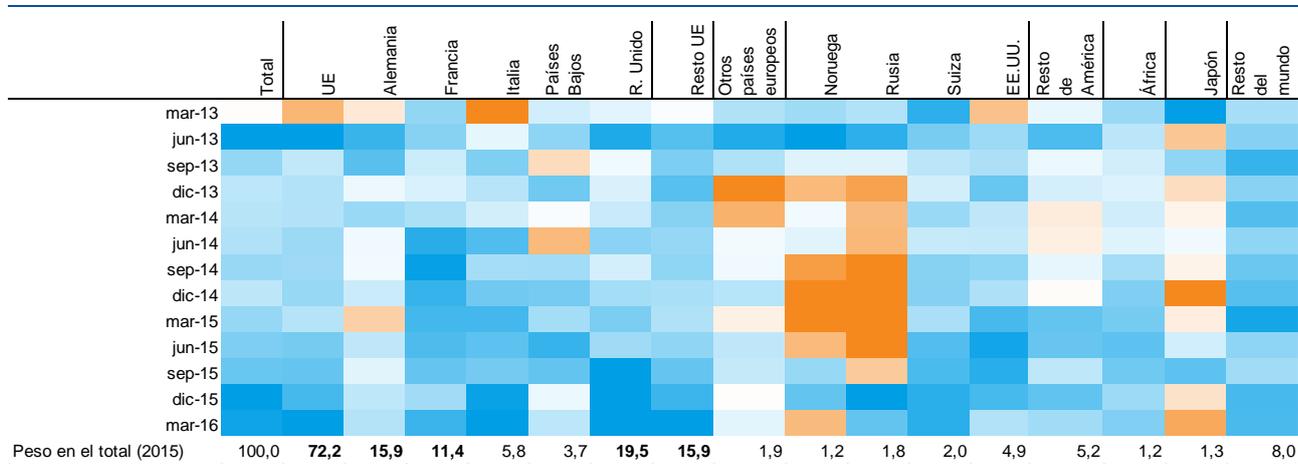
Gráfico 3.11
España: exportaciones de bienes (% t/t, tendencia)



(e) estimación.
Nota: Un azul más intenso indica un valor más positivo. Un naranja más intenso indica un valor más negativo.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Por otro lado, el crecimiento de las exportaciones de servicios durante el primer trimestre de 2016 (0,4% t/t; 6,2% a/a) habría sido menor que el del trimestre precedente. En lo que respecta al turismo, la entrada de visitantes extranjeros en hoteles se incrementó un 3,0% en 1T16, y mantiene la tendencia positiva para los principales países de origen (véase el Gráfico 3.12). Sin embargo, se estima que el ritmo de expansión del consumo de no residentes en el territorio nacional se habría desacelerado hasta el 0,3% t/t (5,9% a/a), explicado principalmente por el efecto base asociado al inusual crecimiento observado en el último trimestre de 2015 (4,1% t/t). De forma similar, se estima que las exportaciones de servicios no turísticos habrían seguido creciendo en el primer trimestre de 2016 (0,5% t/t; 6,3% a/a), aunque con menor intensidad que la observada durante el segundo semestre del pasado año (3,2% t/t; en 3T15 y 4T15).

Gráfico 3.12
España: entrada de visitantes extranjeros en hoteles (% t/t, tendencia)



Nota: Un azul más intenso indica un valor más positivo. Un naranja más intenso indica un valor más negativo.
Fuente: BBVA Research a partir de IET e INE

En conjunto, las exportaciones de bienes y servicios habrían crecido de forma moderada en el primer trimestre de 2016 (0,6% t/t, 4,8% a/a), 0,3pp menos que en 4T15. Por el lado de las importaciones, el comportamiento de la demanda final sugiere **un crecimiento en torno al 0,3% t/t (5,3% a/a)**, que igualaría al registrado en el trimestre precedente. Así, los elementos anteriormente mencionados permiten adelantar una **aportación positiva, aunque marginal, de la demanda externa neta al crecimiento en el 1T16 (0,1pp).**

Tras cerrar el tercer año consecutivo con superávit en la balanza por cuenta corriente, la evolución reciente de los agregados del sector exterior sugiere que la consolidación de los saldos positivos continúa apoyándose en la disminución gradual de los déficits estructural y energético. Así, **el superávit por cuenta corriente podría haber alcanzado el 1,7% del PIB acumulado anual al cierre del primer trimestre (1,4% del PIB al cierre de 2015)**¹¹.

Balance positivo del mercado laboral en el 1T16

La recuperación del mercado de trabajo ganó tracción en el primer trimestre. Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social aumentó el 0,8% t/t, una décima más que en el 4T15, y encadenó diez trimestres de crecimiento. El descenso del paro registrado – por undécimo trimestre consecutivo– se acentuó hasta el -2,4% t/t CVEC, seis décimas más que en el cuarto trimestre del pasado año. Por el contrario, la contratación perdió vigor a pesar del repunte de la indefinida, que aumentó el 4,3% t/t CVEC¹² (véase el Gráfico 3.13).

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 1T16 confirmó la evolución del empleo apuntada por los registros de afiliación. La ocupación retrocedió en 64,6 miles de personas por causas estacionales entre enero y marzo¹³. Descontado este factor, **el empleo creció en torno al 0,9% t/t, una décima más que en el trimestre precedente.** La industria y, sobre todo, los servicios lideraron la creación de empleo.

El repunte bruto del número de asalariados con contrato indefinido (52.300 personas) y la caída de la contratación temporal (-106.000 personas) provocaron un descenso estacional de la tasa de temporalidad en el 1T16 (de 0,6 puntos hasta el 25,0%). **Corregida la estacionalidad, el porcentaje de asalariados con contrato temporal se incrementó en tres décimas hasta el 25,9%**, 3,2 puntos por encima de su mínimo cíclico alcanzado en el primer trimestre del 2013.

El retroceso de la población activa (-52.700 miles de personas) atenuó el efecto de la caída de la ocupación sobre la tasa de desempleo, que aumentó marginalmente en 1T16 (0,1 puntos hasta el 21,0%). **Cuando se elimina el efecto negativo de la estacionalidad propia del periodo, se estima que la tasa de paro se redujo siete décimas hasta alcanzar el 20,3% CVEC**, 6 puntos menos que el máximo cíclico del 1T13 (véase el Gráfico 3.14).

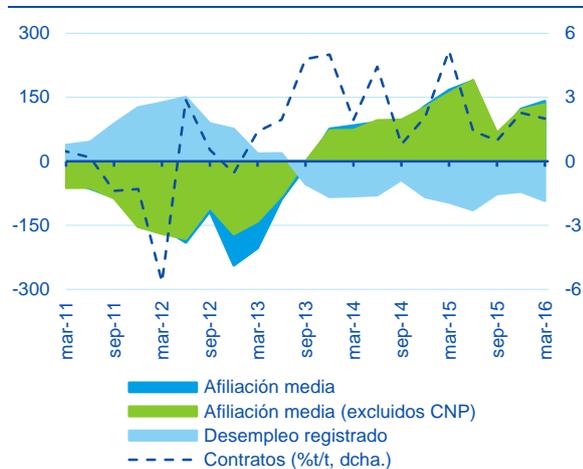
11: Véase el Observatorio Económico “Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España” disponible en: <https://goo.gl/UzNSeu>

12: Los registros de abril prolongaron la tendencia positiva de 2015. Descontada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 52.000 personas, mientras que la caída del desempleo fue de 20.000. Para más información, véase <https://goo.gl/CJG9ka>

13: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 1T16 se encuentra en <https://goo.gl/7ZL4KP>

Gráfico 3.13

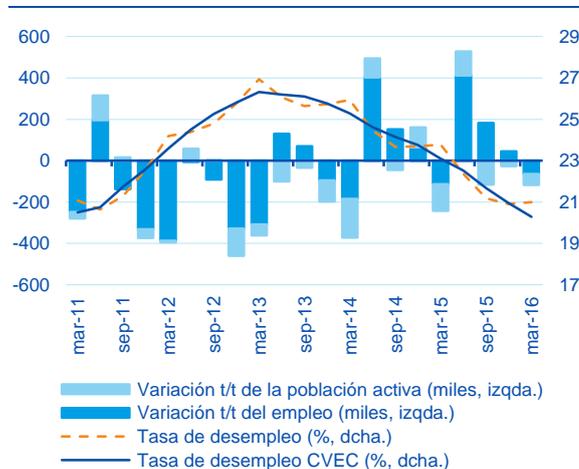
España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Si bien la energía presionó la inflación general a la baja, la subyacente volvió a aumentar en el primer trimestre

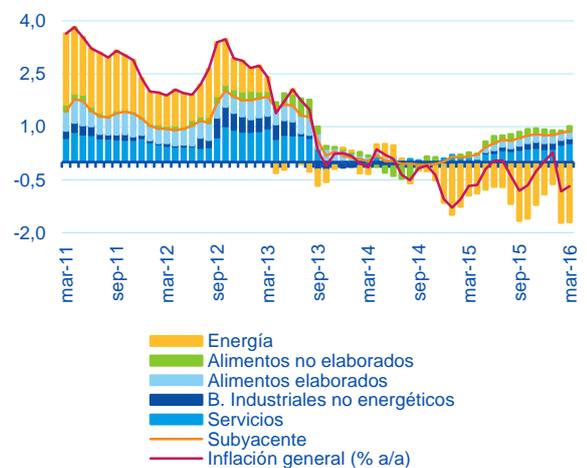
Tras la pausa en diciembre de 2015, los precios generales al consumo retornaron a terreno negativo a lo largo del primer trimestre del año, hasta situarse en el **-0,8% a/a en marzo**¹⁴. La presión a la baja en los precios siguió concentrándose durante el 1T16 en el componente energético (-13,6% a/a en marzo), explicado principalmente por los bajos precios del petróleo (48,2 dólares por barril al cierre de este informe) y, en esta ocasión, por la caída del precio de la electricidad (-14,2% a/a en marzo). Por su parte, **los precios subyacentes prolongaron su trayectoria de crecimiento moderado (1,1% a/a en marzo)**, a la que seguirían han seguido contribuyendo la política monetaria expansiva implementada por el BCE y la recuperación del mercado laboral y de la demanda interna. Así, la contribución de la inflación subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó, en marzo, cerca de los 0,9pp, mientras que la del componente residual en los -1,7pp (energía: -1,8pp y alimentos no elaborados: 0,1pp) (véase el Gráfico 3.15).

De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, el aumento gradual de la inflación subyacente en España sigue teniendo lugar en un entorno de inflación baja y estable en Europa y, en consecuencia, limita las ganancias de competitividad-precio de la economía española. Así, aunque se mantiene favorable, **el diferencial de inflación tendencial respecto a la zona del euro se ha reducido 0,4pp durante el último año hasta los -0,2pp en marzo de 2016** (véase el Gráfico 3.16)¹⁵.

14: El indicador adelantado del IPC señaló un descenso de la inflación general de 0,3pp hasta el -1,1% a/a en abril, que se corresponde con una caída de los precios de la electricidad y con efectos base asociados al precio de la energía y el cambio de calendario de la Semana Santa. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse situado el 0,9% a/a. Al respecto, véase <https://goo.gl/bJl0G5>

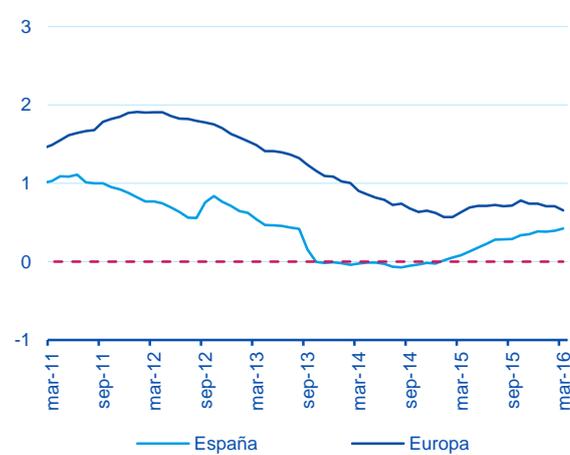
15: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0rIT8>

Gráfico 3.15
España: contribución al crecimiento interanual del IPC (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.16
UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Las demandas salariales se acentuaron, durante el primer trimestre, en línea con el repunte de la inflación subyacente. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se situó en el 1,1% a/a entre enero y marzo, tanto en los convenios revisados plurianuales como en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 103.600 trabajadores¹⁶ (véase el Gráfico 3.17). Si bien el aumento de la retribución en el 1T16 superó en cuatro décimas a la pactada en el trimestre precedente, fue menor que el 1,5%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el conjunto del año¹⁷.

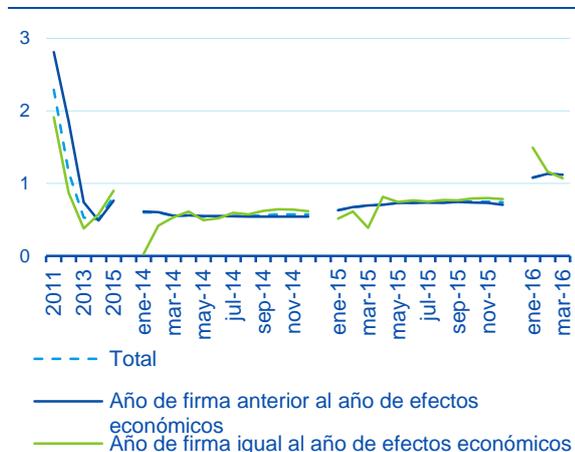
Como ilustra el Gráfico 3.18, la ganancia de competitividad-coste respecto a la UEM impulsada por el proceso de moderación salarial desde el 1T12 parece haberse frenado.

16: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los cuatro millones hasta marzo cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2016 (3.954.000). Esta cifra duplica la registrada hasta marzo de 2015, pero no debe ser interpretada como un aumento de la cobertura de la negociación colectiva ya que desde comienzos del año en curso la Estadística de Convenios Colectivos también incorpora los convenios acordados pero todavía no registrados.

17: El III AENC, suscrito a comienzos de junio del pasado año por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno. Si bien el acuerdo no impone explícitamente la inclusión de cláusulas de revisión salarial, sí indica que el crecimiento salarial pactado en el bienio 2015-2016 deberá ser mayor que la suma de las inflaciones de ambos años.

Gráfico 3.17

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



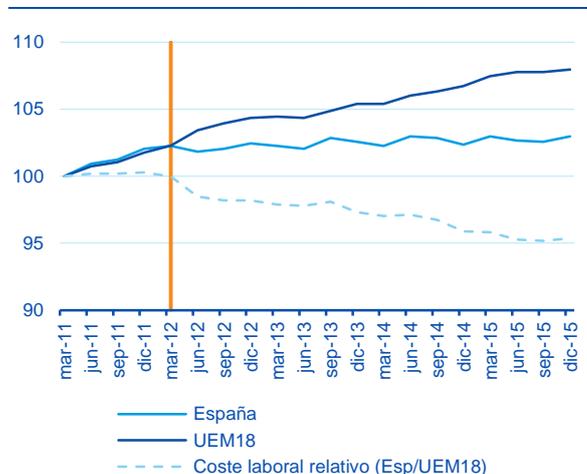
Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Los datos de 2014 y 2015 son provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con las de los años precedentes.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.18

UEM: coste laboral por hora efectiva de trabajo en la economía de mercado (1T11=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

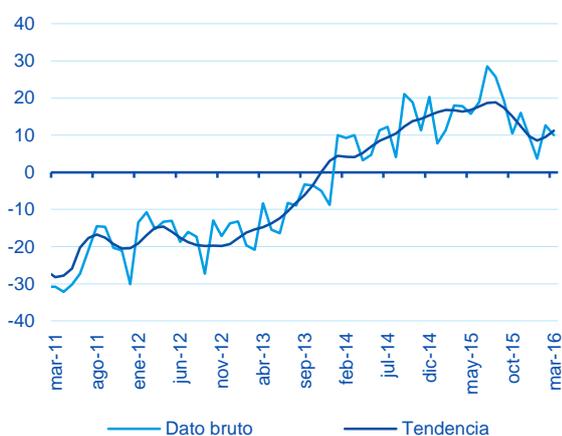
El flujo total de crédito se desaceleró en el primer trimestre, pero el destinado al sector minorista se mantuvo robusto

El stock de crédito al sector privado se ha seguido reduciendo en los primeros meses de 2016, aunque a ritmos cada vez inferiores (-3,8% a/a en febrero). Igualmente, las nuevas operaciones concedidas (flujo de crédito) prolongaron su tendencia a la baja y cerraron el primer trimestre con un descenso medio del -7,2% a/a (23,7% a/a en marzo). Así, **los flujos de crédito nuevo continuaron viéndose arrastrados por las operaciones de financiación a empresas superiores a un millón de euros**, asociadas a las grandes empresas, que acumularon en el primer trimestre una caída media del -23,6% a/a (-52,2% a/a en marzo). Esta posible menor demanda de crédito bancario por parte de las grandes empresas podría estar siendo propiciada, al menos en parte, por el entorno de incertidumbre (nacional e internacional) y la tendencia creciente a satisfacer sus necesidades financieras mediante otras fuentes (fundamentalmente generando recursos propios y, en menor medida, emisión de deuda).

Sin embargo, **el crédito a los sectores minoristas (familias y pymes), que mostró cierta desaceleración a principios de año, ha recuperado el pulso** y exhibe una tendencia de crecimiento que ha ido de menos a más a lo largo del primer trimestre (8,9% a/a). Así, las operaciones por parte de las pymes (aproximadas por los créditos de menos de un millón de euros) aumentaron el 7,3% a/a en 1T16 (9,7% a/a en marzo), lo que las ha llevado a rebasar por primera vez el volumen de nuevo crédito concedido a las grandes empresas (15,3 miles de millones euros frente a 11,4 miles de millones euros). **Los créditos a hogares también recuperaron tracción y exhibieron un crecimiento robusto en el primer trimestre (12,5% a/a)**, que en sus principales componentes superó los dos dígitos. Así, los flujos de crédito para adquisición de vivienda crecieron en 1T16 el 11,4% a/a y los de consumo, el 25,1% a/a, mientras que la partida de resto de crédito prácticamente se estancó. De cara a los próximos meses cabe esperar que las tendencias actuales se mantengan, con un sector minorista al alza que toma un papel protagonista (ya supone el 59% del total acumulado en 2016), y un retroceso de las operaciones a grandes empresas.

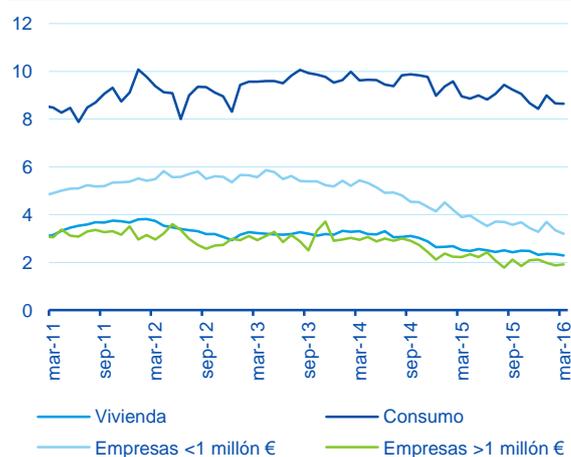
Por otra parte, el precio del nuevo crédito ha mantenido su tendencia a la baja, aunque en algunas carteras existe evidencia de haber tocado fondo, dados los bajos niveles alcanzados por los tipos de referencia y el estrechamiento en los márgenes. Así, por ejemplo, la Tasa Anual Equivalente (TAE) de los tipos para adquisición vivienda se situó en marzo en el 2,29%, -23 puntos básicos (pb) por debajo de la de marzo de 2015, pero apenas 2pb menos respecto a la del cierre de 2015. Por su parte, los tipos del crédito al consumo se situaron en el 8,64% TAE, aproximadamente 31pb por debajo del mismo mes de 2015. En lo que respecta al crédito a empresas, el tipo de interés promedio de los nuevos créditos a pymes se redujo entre diciembre de 2015 y marzo de 2016 en 7pb hasta el 3,20% TAE (-70pb en los últimos 12 meses), mientras que el tipo de los créditos a grandes empresas se situó en el 1,91% TAE (31pb menos que hace un año). La reducción del euríbor, así como los menores riesgos soberano y crediticio afrontados por las entidades han ayudado a esta evolución.

Gráfico 3.19
España, nuevas operaciones de crédito sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.20
España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2016-2017: la recuperación prosigue

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, los elementos incorporados en la actualización del escenario macroeconómico permiten mantener las previsiones de crecimiento de la economía española para el presente bienio. Tanto en 2016 como en 2017 la actividad avanzará el 2,7%, un ritmo suficiente para crear alrededor de un millón de puestos de trabajo al final del período, y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17,5%.

La expansión de la actividad continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. La economía global seguirá creciendo gradualmente lo que, junto con los bajos precios del petróleo y el tipo de cambio favorable, mantendrá elevado el volumen de exportaciones. Igualmente, el tono expansivo de la política monetaria incentivará el gasto interno. A nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y una política fiscal moderadamente expansiva contribuirán al incremento de la demanda (véase el Cuadro 3.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que, probablemente, se saldará con una aportación marginal de la demanda externa neta al crecimiento.

Cuadro 3.1.

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16(e)	2015	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,3	2,8	3,4	3,5	3,0	3,0	2,4	2,2
G.C.F Privado	2,6	2,9	3,6	3,5	3,4	3,1	2,6	2,4
G.C.F AA. PP.	1,5	2,5	3,0	3,7	2,0	2,7	1,6	1,8
Formación Bruta de Capital Fijo	6,1	6,3	6,7	6,4	5,9	6,4	4,1	4,5
Equipo y Maquinaria	8,3	10,1	11,2	10,9	9,7	10,2	5,5	4,7
Construcción	6,2	5,2	5,2	4,6	4,2	5,3	3,1	4,1
Vivienda	2,9	2,6	2,1	2,2	2,9	2,4	2,8	4,4
Otros edificios y Otras Construcciones	8,8	7,3	7,6	6,4	5,1	7,5	3,3	3,9
Demanda nacional (*)	3,1	3,4	4,1	4,1	3,4	3,7	2,6	2,6
Exportaciones	5,8	6,0	4,5	5,3	4,8	5,4	4,4	5,6
Importaciones	7,6	7,4	7,2	7,7	5,3	7,5	4,4	6,0
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,2	-0,7	-0,6	0,0	-0,5	0,1	0,0
PIB real pm	2,7	3,2	3,4	3,5	3,4	3,2	2,7	2,7
PIB nominal pm	3,2	3,7	4,1	4,3	3,8	3,8	3,6	4,9
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	2,7	3,2	3,5	3,6	3,4	3,2	2,7	2,6
PIB sin construcción	2,3	3,0	3,2	3,4	3,3	3,0	2,7	2,5
Empleo total (EPA)	3,0	3,0	3,1	3,0	3,3	3,0	2,8	2,5
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	23,8	22,4	21,2	20,9	21,0	22,1	19,8	18,5
Empleo total (e.t.c.)	2,9	2,9	3,1	3,0	2,9	3,0	2,4	2,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Los bajos precios del petróleo seguirán apoyando a la actividad

Durante los últimos meses, el precio del petróleo ha corregido parcialmente su trayectoria descendente, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 50 dólares por barril al cierre de esta publicación. No obstante, **la cotización del crudo sigue siendo un 35,2% inferior que la registrada hace un año (el 37,6%, en euros)** y supone una caída acumulada de un 65,5% respecto al precio del cierre del primer semestre de 2014 (el 58,1%, en euros), cuando se inició la tendencia bajista (véase el Gráfico 3.21).

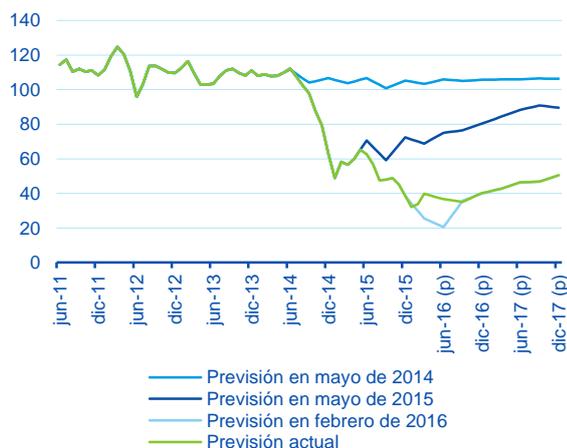
A pesar de la incertidumbre acerca de los factores que presionan el precio del petróleo a la baja, la información disponible indica que **el grueso de la caída acumulada se corresponde con factores de oferta**¹⁸. En consecuencia, el impacto neto de este abaratamiento energético sobre la actividad sigue siendo positivo y significativo: incrementa la renta disponible de las familias y aminora los costes de producción de las empresas, lo que incentiva el consumo, los márgenes empresariales, la inversión y los flujos comerciales.

Las previsiones de BBVA Research apuntan a una estabilización gradual de **los precios que, en media anual, se situarán en torno a los 37 y 46 dólares por barril en 2016 y 2017, ligeramente por encima de**

18: Entre los factores de oferta destaca la producción de crudo no convencional en EE. UU. (*shale-oil*) y la inacción de la OPEP en lo que respecta a las cuotas productoras. Por el lado de la demanda también ha habido elementos de presión sobre los precios del crudo, vinculadas a la moderación de las expectativas de crecimiento mundial, principalmente en los países emergentes. Sin embargo, las estimaciones de BBVA Research sugieren que este factor ha jugado un papel secundario.

los valores estimados hace tres meses (30 y 45 dólares por barril, respectivamente), pero un 40% y un 30% por debajo de lo previsto hace seis meses. Dada la elevada dependencia energética de la economía española, **el soporte que continuará proporcionando este abaratamiento del petróleo podría suponer, en promedio, algo menos de un punto adicional al crecimiento durante el presente bienio, cuatro décimas menos que el impacto estimado hace tres meses** (véase el Gráfico 3.22)¹⁹.

Gráfico 3.21
Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.22
España: impacto de la revisión a la baja del precio del petróleo causada por un aumento de la oferta (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base de hace seis meses)



Fuente: BBVA Research

La política monetaria y la demanda europea contribuyen a la recuperación

Ante los riesgos que siguen pendiendo sobre el crecimiento y la inflación de la economía europea, **el BCE ha vuelto a actuar, confirmando su intención de utilizar, si fuera necesario, todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato**. En marzo, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria volvió a recortar hasta mínimos históricos los tipos de interés de referencia (-5pb hasta el 0,0%), de facilidad de depósito (10pb hasta el -0,4%) y de préstamo marginal (-5pb hasta el 0,25%). Además, en el ámbito de las medidas no convencionales, anunció la expansión del programa de compra de activos (a 80.000 millones de euros mensuales) y la ampliación de su alcance (a bonos corporativos no bancarios denominados en euros y con grado de inversión), junto con la presentación de una nueva ronda de TLTRO a cuatro años (operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico)²⁰.

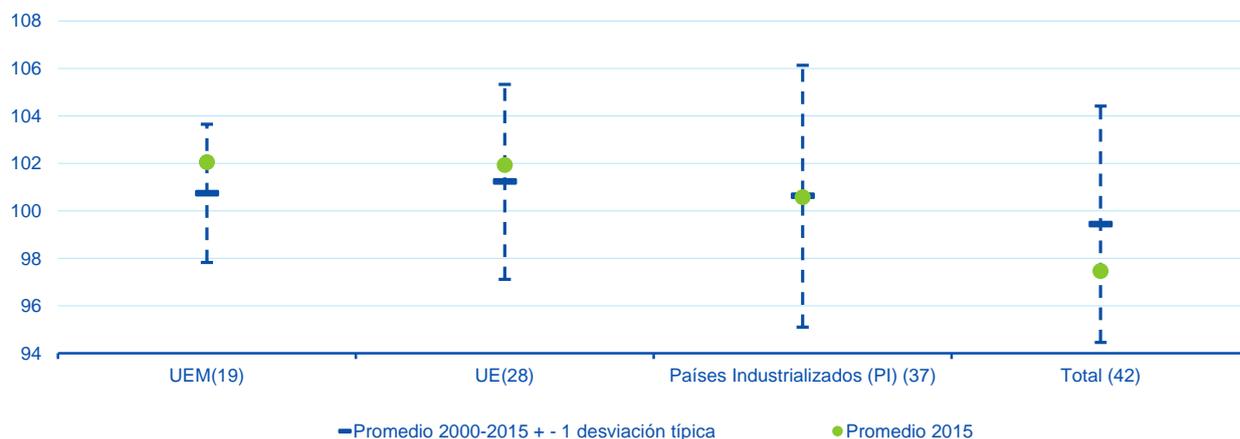
Estas medidas de flexibilización de la política monetaria en Europa –junto con las expectativas de que la Reserva Federal continúe con el gradual proceso de normalización de la política monetaria en los EE. UU– contribuyen a **mantener depreciado el tipo de cambio efectivo real del euro para España y a mitigar el aumento de las tensiones financieras y de los riesgos asociados al crecimiento europeo** (véase el **Gráfico 3.23**). No obstante, dado el punto de partida actual (con tipos de interés y tipo de cambio en mínimos y una amplia batería de medidas no convencionales), el impacto de las nuevas medidas de política monetaria será probablemente menor que el observado en episodios de flexibilización anteriores. En este sentido, las estimaciones de BBVA Research sugieren que las medidas de política monetaria no

19: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/ijivP>
20: Para más detalles véanse los Observatorios BCE de BBVA Research publicados el 10 de marzo y el 21 de abril de 2016. Disponibles en <https://goo.gl/he4Kv3> y <https://goo.gl/2Uma59>

convencional adoptadas desde mediados de 2014 alcanzaron su impacto máximo (0,5pp sobre el crecimiento) en 2015 (véase el Recuadro 3).

Gráfico 3.23

España: tipo de cambio real efectivo real del euro (deflactado por IPC armonizado, 2005=100)



UEM; = zona euro, UE = Unión Europea, PI = UE + Australia, Canadá, Japón, México, Nueva Zelanda, Noruega, Suiza, Turquía y EE. UU., Total = PI + Brasil, China, Hong Kong, Korea y Rusia
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

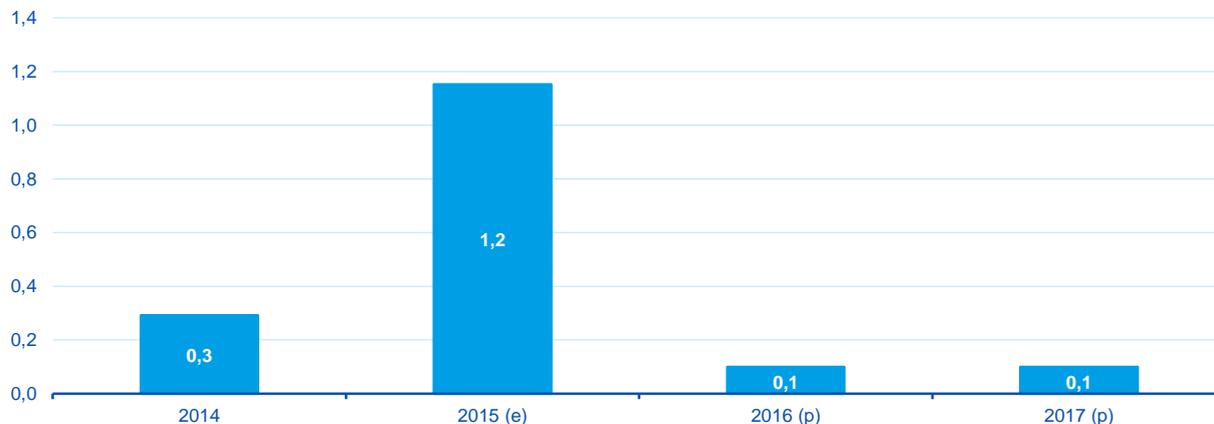
Los flujos de financiación retomarán la senda de recuperación

Hacia delante, es de esperar que el nuevo crédito frene su retroceso, tanto por razones de demanda como de oferta. A expensas de que se disipe la incertidumbre de política económica, se espera que la mejora cíclica de las empresas (especialmente, en el caso de las que exportan) y los menores tipos de interés incentiven la demanda de crédito. Por el lado de la oferta, la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la política ultraexpansiva del BCE), el menor riesgo de las carteras y los avances en la reestructuración bancaria serán fuerzas positivas. La banca tiene entre sus objetivos primordiales impulsar la recuperación de las nuevas operaciones de crédito acompañando la mejora de la actividad económica, atendiendo a la demanda solvente y, en especial, al sector minorista, más dependiente de la financiación bancaria.

La política fiscal se mantendrá moderadamente expansiva durante 2016

La recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación observada durante 2015 dieron margen a las AA. PP. para implementar medidas de política fiscal expansiva, que finalmente derivaron en una desviación del déficit final sobre su objetivo de 0,8pp del PIB (véase el gráfico 3.24). Para el presente año **se espera que la política fiscal sea prácticamente neutral lo que, en ausencia de medidas adicionales,** dará lugar a un crecimiento del consumo público real del 1,6%. En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal volverá a ser neutral,** en 2017, con un crecimiento real del gasto en consumo público en torno al 1,8% para 2017.

Gráfico 3.24

España: incremento discrecional del déficit público (% del PIB)

(e): estimación; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En cuanto a la inversión en otras construcciones, se espera que durante el bienio 2016-2017 continúe creciendo, aunque a un ritmo más moderado que el observado en 2015 (3,3% y 3,9% a/a, respectivamente). En particular, se prevé que la inversión privada no residencial vuelva a ser el sustento de las otras construcciones, dada la evolución de los visados de uso no residencial, lo que compensaría las perspectivas de desaceleración en la obra pública.

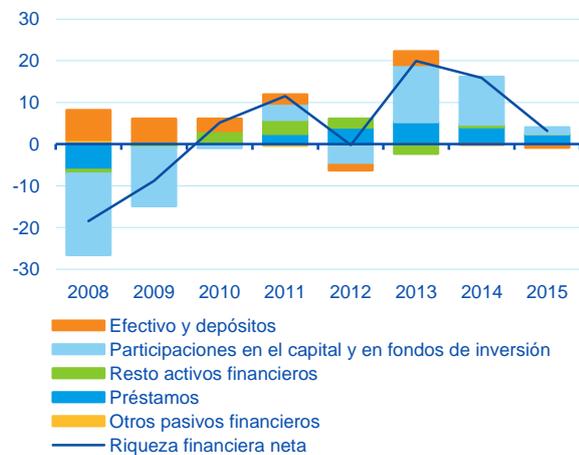
El crecimiento de la demanda doméstica privada se ralentizará

Las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo positivas. La creación de empleo, la menor presión fiscal y la ausencia de presiones inflacionistas impulsarán la renta real disponible durante los próximos trimestres. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos también incentivarán el consumo privado. Además, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando y sustentarán el gasto a medio plazo, sobre todo en bienes duraderos.

Por el contrario, la contribución de la riqueza financiera neta al crecimiento del gasto de los hogares será más modesta que en los años precedentes, sobre todo en 2016. La evolución prevista de las cotizaciones bursátiles atenuará la importancia de las participaciones en el capital y en fondos de inversión, que han explicado casi un 70% del incremento de la riqueza financiera neta de las familias desde 2012 (véanse los Gráficos 3.25 y 3.26). Como resultado, **el consumo privado aumentará alrededor del 2,7% en 2016**, en línea con lo previsto hace tres meses. **En 2017**, los factores transitorios que incentivarán el gasto de las familias durante el año en curso desaparecerán, como la rebaja fiscal, o jugarán un papel menos relevante que en el pasado, como el bajo coste del petróleo. En consecuencia, **el crecimiento del consumo privado se moderará hasta el 2,4%.**

Gráfico 3.25

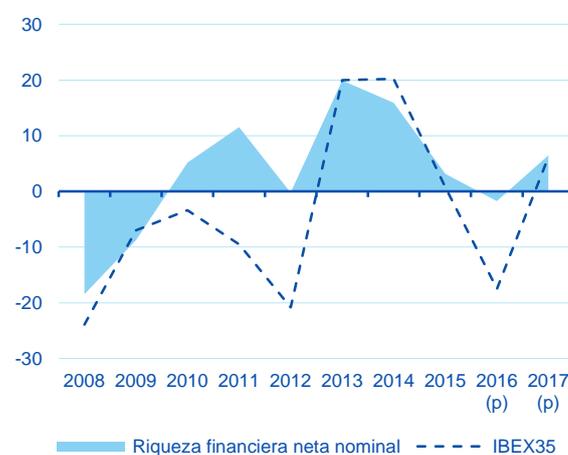
España: contribuciones al crecimiento de la riqueza financiera neta de los hogares (promedios anuales en %)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.26

España: riqueza financiera neta de los hogares e IBEX35 (variación de los promedios anuales, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE y Bloomberg

Los fundamentos que sostienen el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo permanecerán latentes durante los próximos trimestres. A pesar del repunte de la incertidumbre y de la reciente desaceleración de la inversión productiva, la tendencia al alza de la demanda doméstica y externa permite prever la ampliación de la capacidad productiva instalada. A su vez, la política monetaria expansiva seguirá facilitando la financiación de la inversión a unos tipos de interés bajos, mientras que el reducido precio del petróleo favorecerá el ahorro de recursos propios que podrían derivarse a financiar nuevos proyectos de inversión. **Todo lo anterior justifica un crecimiento de esta partida de la demanda del 5,5% en 2016 y del 4,7% en 2017**, cifras elevadas y similares a las previstas hace tres meses (4,8% y 5,0%, respectivamente).

La recuperación del sector inmobiliario prosigue, si bien a un ritmo más lento del esperado. Hacia delante, los fundamentales de la demanda residencial (recuperación del mercado de trabajo y bajos tipos de interés) se mantienen sólidos, lo que permite prever nuevos incrementos de las ventas en los próximos trimestres. Aumentos a los que continuará dando respuesta la actividad constructora, que en el último año mostró un impulso relevante, aunque desde niveles históricamente bajos. Con ello se espera que la inversión en vivienda siga evolucionando positivamente en los próximos años. Sin embargo, **la persistencia de la incertidumbre en torno a la política económica**, junto con las sorpresas negativas registradas a lo largo de 2015, motivan una **revisión a la baja del crecimiento de la inversión residencial** en los próximos trimestres. De este modo, se espera que esta partida de la inversión experimente un **crecimiento del 2,8% anual en 2016** (1,4pp menos que hace tres meses) **y del 4,4% en 2017** (3,9pp menos).

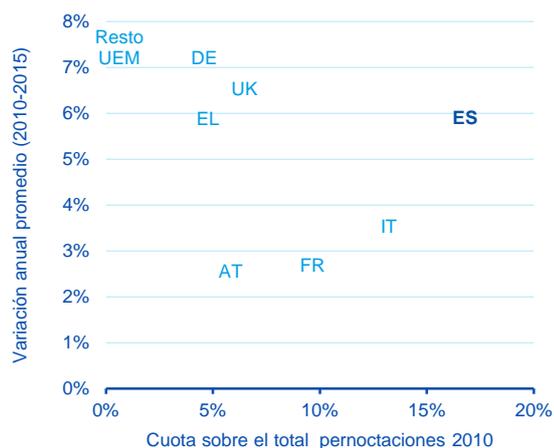
Los flujos comerciales seguirán creciendo a un ritmo saludable

La coyuntura internacional se ha vuelto algo menos favorable para las exportaciones españolas en los primeros meses de 2016. Así lo constatan las ligeras revisiones en el escenario global: a la baja en el crecimiento de la zona euro, y al alza en el tipo de cambio real del euro y los precios del petróleo. Sin embargo, estos cambios marginales en las previsiones se dan en **un contexto de crecimiento estable tanto para la economía mundial (3,2% en 2016 y 3,4% en 2017) como para la zona euro** (1,6% en 2016 y 1,9% en 2017). Igualmente, el tipo de cambio del euro seguirá siendo favorable y los costes de transporte se mantendrán acotados gracias, esto último, a que los precios del petróleo continuarán en niveles históricamente bajos. De esta forma, se mantienen las expectativas de un crecimiento sólido de las

exportaciones españolas para el bienio 2016-2017: **las totales avanzarán a un ritmo medio anual del 5,0% y las de bienes crecerán en media un 4,5%**, tres y cuatro décimas menos que lo previsto hace tres meses.

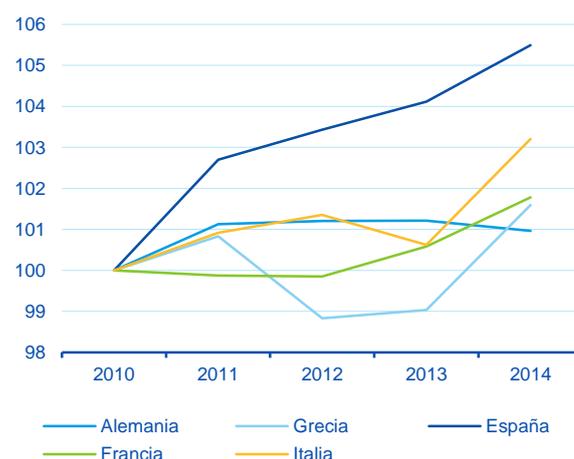
Por su parte, se espera que el avance medio de las exportaciones de servicios alcance el 6,2% anual durante el presente bienio. Al respecto, se sigue constatando que el turismo exterior no muestra signos de debilitamiento y, por tanto, **se espera que el consumo de no residentes aumente con una cadencia media anual en torno al 3,8% durante el horizonte de previsión**, casi un punto por encima de lo previsto con anterioridad. Este dinamismo seguirá sustentado, al menos en parte, en la elevada inestabilidad de carácter geopolítico por la que atraviesan algunos de los competidores del mediterráneo. Si bien esto último, junto con la recuperación de la demanda europea, ha incentivado la afluencia hacia otros destinos, España ha mostrado un desempeño positivo en el último quinquenio (véase el Gráfico 3.27). Además, el aumento del número de visitantes en España ha sido bien acompañado por incrementos en la oferta (capacidad receptora), cuya evolución destaca frente a la de los principales competidores europeos (véase el Gráfico 3.28).

Gráfico 3.27
Pernoctaciones de no residentes en principales destinos europeos (variación promedio y cuota de mercado)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 3.28
Capacidad receptora en los principales destinos europeos (2010 = 100)



La capacidad receptora es aproximada con el número de camas disponibles en hoteles y alojamientos similares, apartamentos turísticos, campings y aparcamiento para caravanas.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

A consecuencia del buen comportamiento de la demanda final, **las importaciones de bienes y servicios continuarán creciendo durante los próximos dos años (promedio: 5,2% anual)**. De esta forma, **la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento será ligeramente positiva en 2016 (0,1pp) y nula en 2017 (0,0pp)**. El abaratamiento del precio del crudo continuará aliviando la factura energética de la economía española con el exterior durante el próximo bienio, lo que contribuirá a mantener **los saldos positivos en la balanza por cuenta corriente (promedio: 2,3% del PIB)**.

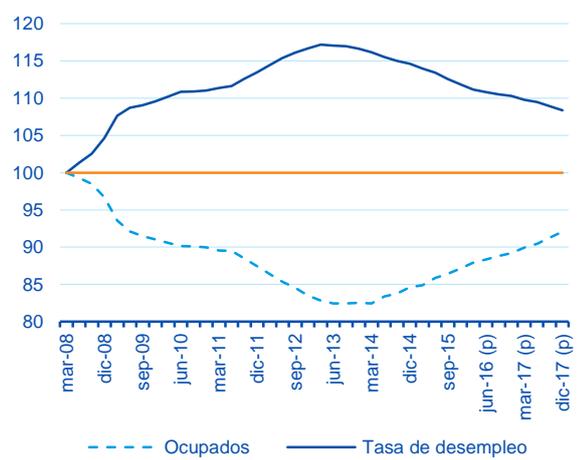
La recuperación del mercado de trabajo continuará, pero queda un largo camino por recorrer

La creación de empleo proseguirá durante los próximos trimestres. Dado el crecimiento económico esperado, la ocupación podría aumentar en torno al 2,8% en el 2016, mientras que la tasa de desempleo se

reduciría 2,2 puntos hasta el 19,8%. En 2017, la creación de empleo sería algo menor (2,5%), mientras que la tasa de paro volvería a descender hasta el 18,5%.

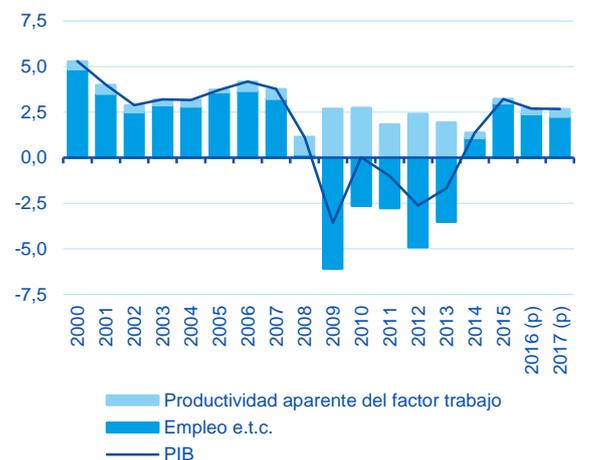
A pesar de que las perspectivas del mercado laboral son positivas, todavía queda un largo camino por recorrer. Como ilustra el Gráfico 3.29, en el cuarto trimestre de 2017 la ocupación sería en torno a un 8% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría más de 8 puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo – que crecerá por encima del 2,0% en 2016 y 2017– sugiere un repunte exiguo de la productividad aparente del factor trabajo hasta converger en 2017 a las cifras precrisis (véase el Gráfico 3.30). **Para vigorizar la recuperación del empleo, sería deseable acometer una reforma integral del mercado de trabajo** que incluya un cambio del sistema de protección del empleo para incentivar la contratación indefinida, la modernización del sistema de negociación colectiva y una modificación integral de las políticas del mercado de trabajo. Una propuesta al respecto se puede consultar en BBVA Research (2016)²¹.

Gráfico 3.29
España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



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

Gráfico 3.30
España: contribuciones al crecimiento anual del PIB (%)



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

La tendencia que subyace al comportamiento de los precios es positiva, a pesar del petróleo

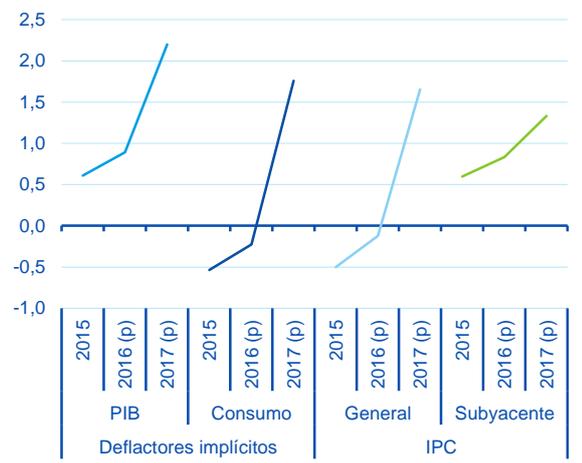
A pesar de que el euro se apreciará frente al dólar algo más de lo previsto hace tres meses, y que la caída del precio del petróleo será menor, las sorpresas negativas al arranque año indican que **el descenso del IPC general para el conjunto de 2016 será mayor que el previamente anticipado (-0,2pp hasta el -0,3% en promedio anual)**. Sin embargo, los determinantes domésticos siguen señalando que tanto la inflación subyacente como el deflactor implícito del PIB registrarán tasas positivas durante el presente año (0,9% en promedio anual, en ambos casos) (véase el Gráfico 3.31).

En 2017, tanto la inflación general como la subyacente serán positivas (1,3% y 1,6% en promedio anual, respectivamente), pero se mantendrán claramente por debajo del objetivo de inflación marcado por el BCE para el conjunto de la zona del euro (véase el Gráfico 3.32). Esta mejora prevista de la inflación continúa sustentándose tanto en la recuperación de la actividad y del empleo, como en los **estímulos de la**

21: Véase BBVA Research (2016): "Hacia un mercado de trabajo más eficiente y equitativo", *Observatorio Económico BBVA*, mayo. Disponible en: <https://goo.gl/zcwmsn>.

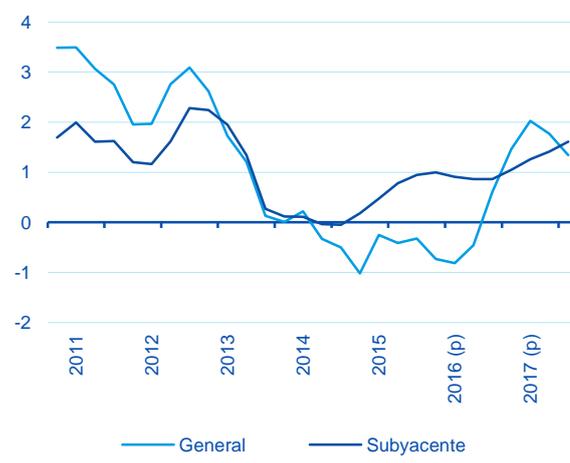
política monetaria (tipos de interés en mínimos históricos, fomento de la disponibilidad de crédito y expansión cuantitativa).

Gráfico 3.31
España: indicadores de precios (% a/a)



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

Gráfico 3.32
España: datos observados y previsiones de inflación (% a/a)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Consensus Forecast Inc.

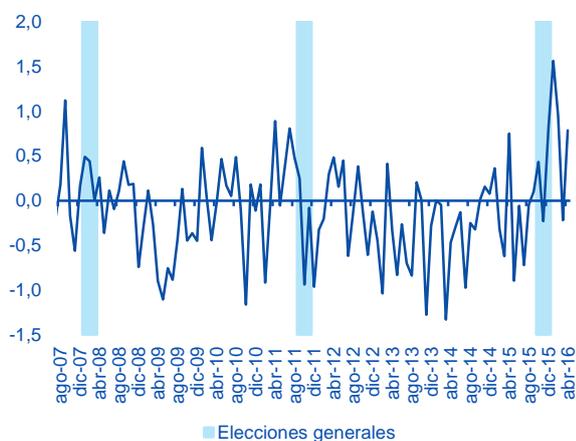
Riesgos a la baja en el escenario

Si bien es de esperar que el crecimiento de la economía española se mantenga saludable en los próximos trimestres, **los riesgos externos e internos que penden sobre el escenario persisten, e incluso algunos han aumentado.** Entre los primeros, se advierten los asociados a la desaceleración de las economías emergentes, principalmente en China y en los países exportadores de petróleo, y el consecuente incremento de la volatilidad financiera.

A nivel doméstico, la incertidumbre continúa (Gráfico 3.33) y es de esperar que se mantenga en niveles elevados en el corto plazo. Aunque hasta ahora se mantiene una tendencia favorable de actividad y empleo, las estimaciones de BBVA Research apuntan a **que la incertidumbre sobre la política económica observada hasta la fecha, podría estar restando 0,3pp en 2016 y 0,5pp en 2017 al crecimiento del PIB** (Gráfico 3.34). Si la incertidumbre se incrementa, o incluso si no se disipa favorablemente, podría tener un impacto relevante sobre las decisiones económicas de empresas y familias²².

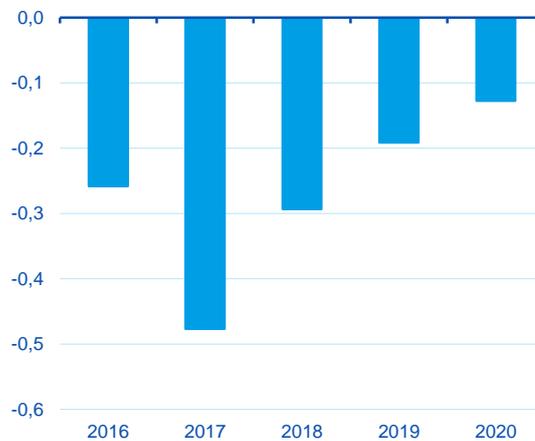
22: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica sobre la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/nRnxi7>

Gráfico 3.33
España: componente idiosincrático del Índice de Incertidumbre Política (EPU) (datos normalizados)



El sombreado se corresponde a un período de 3 meses alrededor de cada suceso político.
Fuente: BBVA Research a partir del EPU de Baker et al. (2015)

Gráfico 3.34
España: respuesta del PIB al aumento de la incertidumbre de política económica registrado desde enero (pp)



Fuente: BBVA Research

Por otro lado, **la desviación del déficit público respecto al objetivo de estabilidad en 2015 fue superior a la esperada**, y la actualización Programa Estabilidad y Crecimiento 2017-2019 propone una flexibilización de los objetivos para los próximos años. De ser aceptada por las autoridades europeas, la probabilidad de cumplimiento para los siguientes años aumenta, al tiempo que disminuiría la incertidumbre relativa a los efectos sobre la actividad. Sin embargo, se mantienen dudas respecto a la capacidad de ajuste de algunas administraciones para alcanzar las nuevas metas. Esto último, junto con la sanción que podría proponer la Comisión Europea por haber incumplido el objetivo de 2015, afectarían la credibilidad del Gobierno español e incidirían en la capacidad para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior.

4 La recuperación favorecerá el ajuste fiscal, pero habrá de intensificarse el control del gasto

Las políticas expansivas de 2015 frenaron el impacto positivo de la recuperación en las cuentas públicas

Las administraciones públicas españolas cerraron el año 2015 con un déficit del 5,0% del PIB²³, dos décimas por encima de lo esperado y con una desviación de ocho décimas del PIB sobre el objetivo del -4,2% del PIB. De esta forma, el déficit público español volvió a ser el más elevado entre los países de la UEM, una vez se depuran las ayudas al sector financiero. Con todo, esta cifra supone una mejora de ocho décimas del PIB respecto al cierre de 2014, la sexta mayor reducción del déficit del entorno europeo (véase el Gráfico 4.1 y 4.2).

Las estimaciones de BBVA Research muestran que el ajuste del déficit observado en 2015 fue fundamentalmente cíclico, pese a que se observó una caída estructural del gasto primario, concentrado en las operaciones de capital. De esta forma, las cuentas públicas españolas se vieron beneficiadas tanto por el descenso de la prima de riesgo como por la recuperación de la actividad y el empleo, lo que fue aprovechado para acometer una política fiscal expansiva. Sin embargo, la baja inflación y, sobre todo, las medidas relacionadas con la reforma tributaria, incidieron negativamente en la recaudación, compensando parte del impacto positivo de la recuperación.

Como puede observarse en el Gráfico 4.2, el ajuste del gasto en 2015 más que compensó la pérdida de dinamismo de los ingresos. Así, **el gasto público cayó durante 2015 alrededor de 1,2pp del PIB hasta el 43,2%, y se concentró principalmente en la administración central y, en menor medida, en la Seguridad Social, por la reducción de las prestaciones sociales.** En el caso de la administración central, la caída del gasto se vio favorecida por las menores transferencias realizadas a otras administraciones públicas –vinculadas, en parte, a la caída de las prestaciones sociales– y por los bajos tipos de interés de la deuda pública. En cuanto a las administraciones territoriales²⁴, la contención del gasto se debió casi exclusivamente al menor coste de la deuda, ayudado por la mejora de las condiciones financieras de los mecanismos de liquidez del Gobierno central. El resto del gasto, sobre todo en las comunidades autónomas, refleja el impacto de operaciones no recurrentes, tales como la reasignación de inversiones de ejercicios anteriores, la puesta en marcha del tratamiento contra la hepatitis C, y de medidas expansivas, tales como la devolución de parte de la paga extraordinaria retirada a los trabajadores públicos en diciembre de 2012 y el impulso al gasto de capital.

Por su parte, **los ingresos públicos frenaron su recuperación, afectados por las rebajas fiscales,** y se situaron en torno al 38,2% del PIB, 0,4pp por debajo de 2014. La caída de los ingresos fue más intensa en la Seguridad Social, en la cual las bonificaciones a la contratación indefinida²⁵ compensaron los efectos positivos de la recuperación del empleo en las cotizaciones sociales. Igualmente, la caída de la rentabilidad de la deuda pública y la disposición de los recursos del Fondo de Reserva redujeron los ingresos por intereses de la administración de la Seguridad Social. En el caso de la administración central, la rebaja impositiva penalizó el crecimiento de la recaudación tributaria y, en conjunto, sus ingresos cayeron en torno a una décima del PIB. Mientras, el impacto de la rebaja impositiva fue menor en las administraciones

23: El déficit analizado en esta sección es siempre excluidas las ayudas al sector financiero.

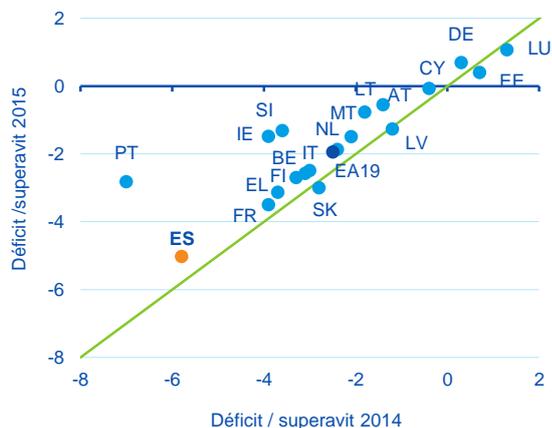
24: Para un análisis detallado del cierre de 2015 de las comunidades autónomas véase el Recuadro 2 “Las finanzas autonómicas en 2015 y el impacto del sistema de financiación y de algunos atípicos” de esta publicación.

25: Tarifa plana de 100 euros en cotizaciones para contratos indefinidos que supongan la creación de empleo neto (RDL 3/2014, de 28 de febrero), y la exención a las empresas de cotizar por los primeros 500 euros de sueldo en los nuevos contratos indefinidos (RDL 1/2015, de 27 de febrero).

territoriales, si bien las corporaciones locales vieron disminuir sus ingresos afectados, en gran medida, por la liquidación del sistema de liquidación del año 2013, que resultó negativa para las mismas.

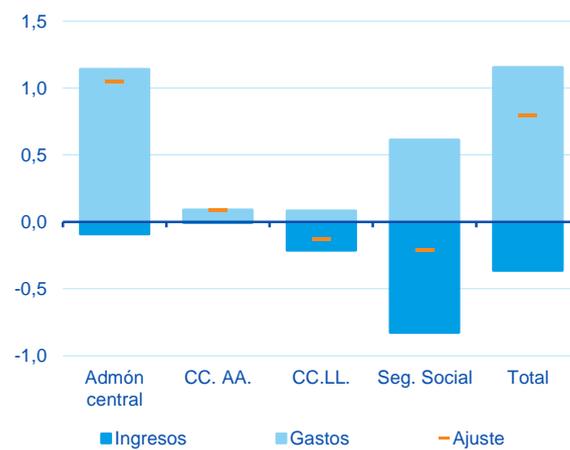
Como resultado, **el ajuste fiscal observado en 2015 provino casi exclusivamente de la administración central, que disminuyó su déficit en torno a 1,0pp hasta situarlo en el 2,5% del PIB**, cuatro décimas por debajo de su objetivo de estabilidad. Tras ella, **las comunidades autónomas mantuvieron su déficit en torno al 1,7% del PIB, si bien dicha cifra supuso más que duplicar el objetivo del -0,7%** acordado para dicho ejercicio. Por su parte, tanto las corporaciones locales como la administración de la Seguridad Social vieron deteriorarse el saldo registrado el año anterior. Por un lado, las corporaciones locales redujeron su superávit una décima hasta el 0,4% del PIB, mejorando su objetivo de equilibrio presupuestario. Por otro lado, la Seguridad Social registró un déficit del 1,3% del PIB, frente al -1% observado en 2015, e incumplió su objetivo de estabilidad.

Gráfico 4.1
UEM: capacidad / necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 4.2
AA.PP.: ajuste de la capacidad / necesidad de financiación en 2015, excluidas las ayudas al sector financiero (% del PIB)



Nota: (+) suben los ingresos, caen los gastos, se reduce el déficit. (-) caen los ingresos, suben los gastos, aumenta el déficit
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

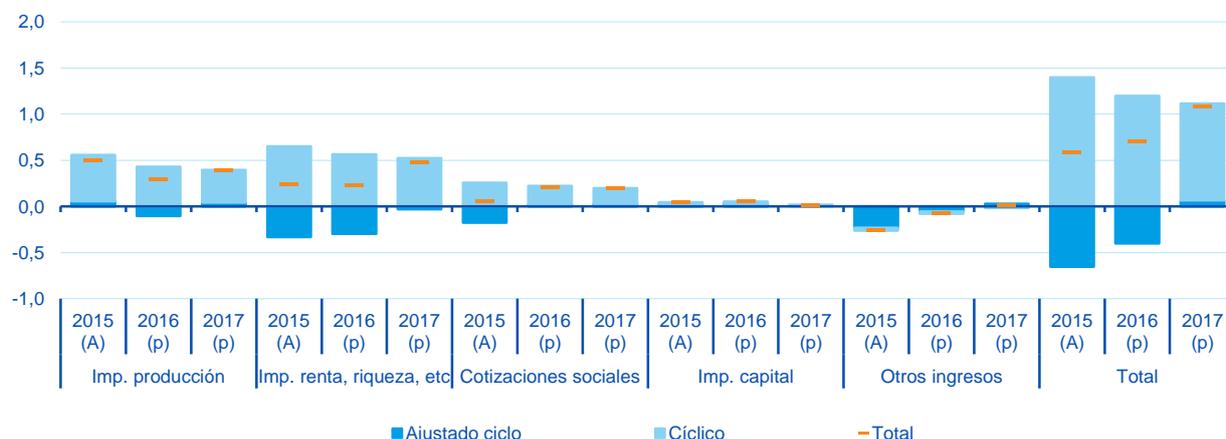
La descomposición de los ingresos y gastos en los factores cíclico -asociado a las variaciones coyunturales de la actividad- y estructural -derivado de las decisiones discrecionales de la política fiscal o del deterioro permanente de algunos de sus componentes-, permite realizar una valoración de la naturaleza del ajuste fiscal llevado a cabo en 2015. De esta forma, según las estimaciones de BBVA Research **el ciclo económico habría impulsado la recaudación impositiva de 2015** en torno a 1,4pp del PIB potencial, de la mano de los impuestos sobre la renta y la producción (véase el Gráfico 4.3). Este aumento de los recursos tributarios se habría producido en gran parte gracias a la **mejoría de las bases imponibles, que ha sido fundamentalmente cíclica**. En el caso de la renta bruta disponible, la recuperación cíclica habría más que compensado la caída estructural de casi tres décimas del PIB potencial derivada de la rebaja fiscal.

Por otro lado, en términos del PIB potencial, **el ciclo económico habría favorecido la reducción del gasto en 2015 en torno a 0,4pp, principalmente, por el descenso de las prestaciones por desempleo**. Por el contrario, la expansión en el gasto en pensiones estaría reflejando tanto el aumento del número de perceptores como de la cuantía de la pensión media. Junto a ello, las cifras de 2015 vienen a confirmar que las políticas de ajuste se habrían paralizado, observándose **un incremento en el componente**

discrecional en partidas como la remuneración de asalariados, los consumos intermedios o la formación bruta de capital (véase el Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3

AA. PP.: variación de los ingresos no financieros (pp del PIB potencial)



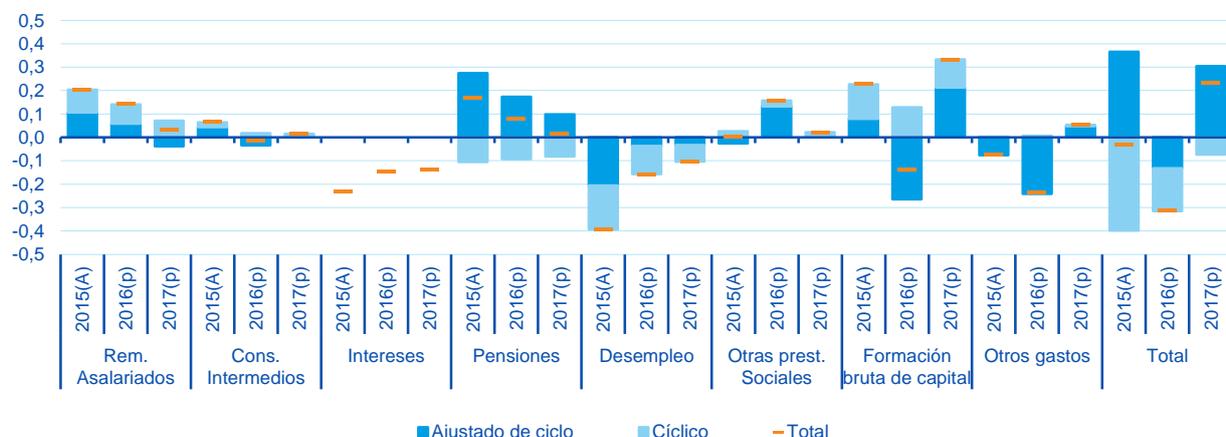
Nota: (+) aumentan ingresos y disminuye el déficit; (-) caen ingresos y crece el déficit.

(A): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 4.4

AA. PP.: variación de los gastos no financieros (pp del PIB potencial)



Nota: (+) aumenta el gasto y aumenta el déficit; (-) cae el gasto y se reduce el déficit.

(a): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

El ciclo económico volverá a favorecer el ajuste de las cuentas públicas, pero no será suficiente para reconducir el déficit hasta el objetivo de estabilidad

Las previsiones de BBVA Research sugieren que **la rebaja fiscal seguirá teniendo efectos negativos en la recaudación y producirá una caída de los ingresos estructurales de los impuestos sobre la renta que, en el corto plazo, se verá compensada por la recuperación cíclica de las bases imponibles.** Igualmente, las medidas de incentivación a la contratación indefinida continuarán restando dinamismo a la cotizaciones sociales durante 2016. Por su parte, el ciclo económico volverá a impulsar la recaudación tanto de los impuestos sobre la producción como sobre el capital. Así, los ingresos públicos de 2016 se elevarán hasta el 38,2% del PIB (casi tres décimas por encima del cierre de 2015) y hasta el 38,4% en 2017.

Por el lado del gasto, **se espera que siga ajustándose ligeramente a lo largo de los dos próximos años**, en parte por el efecto de las políticas de reducción de déficit puestas en marcha en años anteriores, pero sobre todo por la mejora prevista en el mercado laboral -que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo- y por la reducción de los costes financieros. Como consecuencia, el gasto público se situará a final de 2017 en torno al 41,6% del PIB, en niveles semejantes a los de comienzos de la crisis.

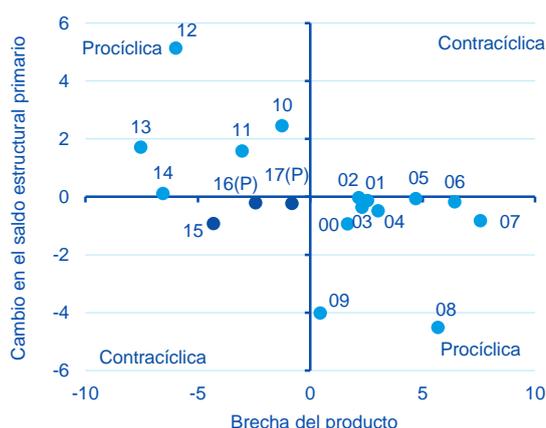
De esta forma, **para 2016 se espera que el ciclo económico vuelva a corregir el deterioro fiscal, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor presión de la carga de intereses y de las prestaciones sociales**. Junto a ello, el impacto de las políticas expansivas puestas en marcha en 2015 situará el déficit de 2016 en torno al 3,9% del PIB, por encima del objetivo del 2,8% acordado para dicho año, y del 3,6% propuesto en el nuevo Programa de estabilidad. En cuanto a 2017 se prevé que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, de tal manera que en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit de dicho año se reduciría 1,1pp hasta el 2,9% del PIB (véase el Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5
AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



(a): avance; (p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 4.6
AA. PP.: impulso fiscal y ciclo económico (pp del PIB)

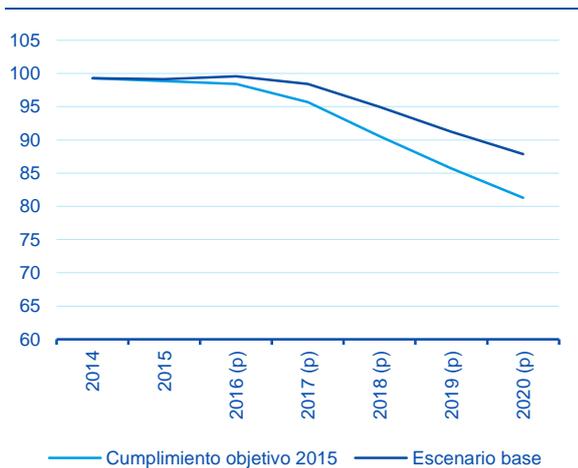


(a): avance; (p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

De producirse este escenario, **el saldo público ajustado de ciclo se situaría en torno al -2,1% a finales de 2017**. Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando un superávit primario estructural en torno al 0,5% del PIB, lo que supone un ajuste de casi 10pp desde 2009. Como puede observarse en el Gráfico 4.6, casi toda la reducción del desequilibrio estructural en las cuentas públicas se realizó entre los años 2010 y 2013, mientras que las políticas expansivas de 2015, y sus efectos sobre 2016, habrían derivado en un deterioro de dicho superávit primario estructural. Ello implica que, en un escenario sin cambios en la política fiscal, durante los próximos años las cuentas públicas españolas estarían manteniendo el superávit primario entorno al 0,5% del PIB, lo que implicaría una orientación de la política fiscal relativamente neutral. En este contexto, y dado el elevado nivel de deuda alcanzado (por encima del 99% del PIB en 2015), es necesario una política fiscal que garantice el cumplimiento de los objetivos de déficit, a fin de controlar la expansión de la deuda pública. Como puede observarse en los Gráficos 4.7 y 4.8, de haberse cumplido el objetivo de estabilidad en 2015 la deuda pública se situaría en el medio plazo en torno a 6 puntos de PIB por debajo de lo esperado actualmente, lo que en términos de coste de la deuda supone una reducción de casi 25 pb. Por ello, España debería continuar avanzando en las reformas estructurales, de tal manera que se incremente la capacidad de generación de superávits

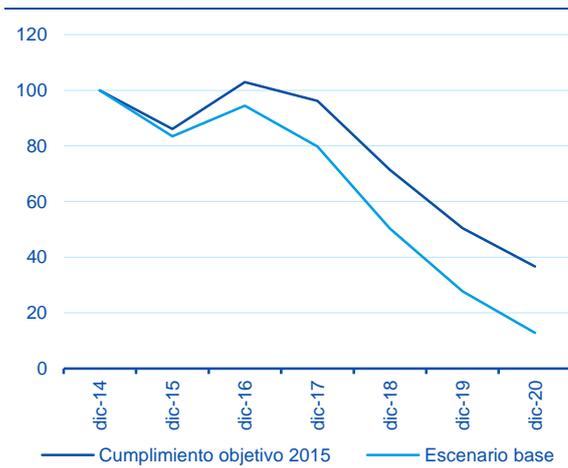
primarios de magnitud suficiente que permitan reducir el nivel de deuda pública al ritmo necesario para cumplir los compromisos del Pacto fiscal en Europa, y minorar el coste de la deuda, liberando recursos que se puedan destinar a políticas públicas productivas.

Gráfico 4.7
AA. PP.: senda de deuda según PDE (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 4.8
AA. PP.: evolución de CD Swap de largo plazo (pb. 2014 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de Datastream

De esta forma, **en la reciente actualización del Programa de estabilidad y crecimiento, el Gobierno propone una flexibilización de los objetivos de estabilidad y retrasa hasta 2017 su compromiso de situar el déficit por debajo del nivel del protocolo déficit excesivo.** De ser aceptada por las instituciones europeas, la flexibilización disminuiría la incertidumbre sobre los efectos de un nuevo plan de ajuste, al tiempo que aumentaría la probabilidad de cumplimiento de los objetivos de estabilidad. Sin embargo, dicho programa no despeja las dudas respecto a la capacidad de las comunidades autónomas y la Seguridad Social para alcanzar las nuevas metas. En este sentido, y pese a que el esfuerzo fiscal realizado ha sido relevante, los reiterados incumplimientos de las comunidades autónomas precisan el establecimiento de objetivos más creíbles y el reforzamiento de los controles sobre los gobiernos regionales. No obstante, como se pone de manifiesto en el Recuadro 2 de esta publicación, una parte del desequilibrio de las cuentas de algunas comunidades autónomas parece tener origen en la insuficiencia del sistema de financiación. En consecuencia, se deberían intensificar las políticas de control de gasto público para seguir avanzando en la senda de consolidación fiscal, lo cual pasaría por el cumplimiento estricto de los instrumentos de la Ley de estabilidad presupuestaria, entre ellos la regla de gasto.

Cuadro 4.1

AA. PP.: necesidad de financiación, excluidas las ayudas al sector financiero

% PIB	2014	2015 (A)	2016 (P)	2017 (P)
Remuneración de asalariados	11,0	11,0	10,9	10,8
Consumos intermedios	5,3	5,2	5,1	5,0
Intereses	3,4	3,1	2,9	2,7
Prestaciones desempleo	2,4	1,9	1,7	1,6
Pensiones	11,0	10,9	10,8	10,6
Otras prestaciones sociales	3,0	3,0	3,1	3,0
Formación bruta de capital	2,2	2,3	2,2	2,5
Otros gastos	6,1	5,9	5,5	5,5
Gastos no financieros	44,4	43,2	42,1	41,6
Impuestos sobre la producción	11,5	11,7	11,8	12,0
Impuestos sobre la renta, la riqueza, etc.	10,1	10,1	10,2	10,5
Cotizaciones sociales	12,5	12,2	12,2	12,2
Impuestos sobre el capital	0,5	0,6	0,6	0,6
Otros ingresos	4,0	3,6	3,4	3,4
Ingresos no financieros	38,6	38,2	38,2	38,7
Capacidad / necesidad de financiación	-5,8	-5,0	3,9	-2,9
Objetivo de estabilidad	-5,5	-4,2	-3,6	-2,9

(A): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Recuadro 1. El papel de la flexibilidad salarial en la recuperación del mercado de trabajo en España

Introducción

El objetivo de este recuadro es ilustrar las repercusiones sobre el mercado de trabajo de la mayor flexibilidad salarial e interna en las empresas desde 2012²⁶. Para ello, se utiliza un modelo que permite descomponer la evolución de los principales agregados macroeconómicos en los distintos tipos de perturbaciones a las que se ha visto sometida la economía española para simular dos escenarios alternativos a la realidad (contrafactuales). El primero describe cuál hubiese sido la evolución del empleo a partir de 2012 en ausencia de los cambios que han favorecido una mayor flexibilidad salarial. En el segundo se estiman los efectos de haber flexibilizado el mecanismo de determinación salarial a comienzos del año 2008.

Los resultados indican que las menores rigideces han tenido consecuencias positivas sobre la producción y el empleo. Los datos muestran que la destrucción de empleo entre 2012 y 2013 fue menos intensa que en los primeros compases de la crisis, a pesar del ajuste fiscal y de las mayores tensiones financieras. Además, la recuperación desde entonces ha sido compatible con un superávit de la balanza por cuenta corriente, el aumento de la competitividad-precio respecto a la UEM y el desplazamiento de la curva de Beveridge hacia el origen, tanto por la posible mejora de los procesos de emparejamiento como por el descenso de la tasa de actividad.

Las estimaciones del primer ejercicio contrafactual sugieren que si las exigencias salariales observadas en promedio durante 2010 y 2011 se hubieran replicado entre 2012 y 2015,

se habrían registrado novecientos mil empleos menos a finales del pasado año. El segundo ejercicio permite concluir que, de haber contado en 2008 con una mayor flexibilidad salarial como la advertida a partir de 2012, se podría haber evitado tanto la destrucción de cerca de dos millones de puestos de trabajo en el largo plazo como un aumento de 8 puntos en la tasa de desempleo.

El deterioro del mercado de trabajo durante la crisis

La configuración de las instituciones que caracterizan el mercado de trabajo en España ha provocado que los ajustes ante perturbaciones macroeconómicas hayan sido tradicionalmente ineficientes. Los ciclos expansivos se han caracterizado por un aumento de la dualidad laboral, un crecimiento de la productividad anémico y una evolución poco favorable de los salarios reales. Durante los recesivos, la caída de la demanda se ha traducido en una destrucción masiva de empleo en lugar de en un ajuste de la jornada laboral y/o de la remuneración por trabajador.

La respuesta del mercado de trabajo durante la Gran Recesión no difirió de lo sucedido en las crisis precedentes. El retroceso de la demanda interna desde comienzos del año 2008 provocó un descenso acumulado del PIB y del empleo del 9,3% y del 19,0%, respectivamente, mientras que la respuesta del margen intensivo (horas por empleado)²⁷ y, sobre todo, de los salarios fue exigua. De hecho, la remuneración nominal por asalariado aumentó el 9,2% entre el primer trimestre de 2008 y el cuarto de 2011, mientras que la real lo hizo el 8,2%²⁸. La caída de

26: Una versión ampliada de este recuadro se puede encontrar en Doménech, García y Ulloa (2016).

27: Tras disminuir en torno al 4% desde 2002, las horas trabajadas por ocupado aumentaron durante 2008 y 2009 alrededor del 1% y se estabilizaron a continuación hasta comienzos de 2012.

28: Una parte del crecimiento de la remuneración fue el resultado de un efecto composición causado por la concentración de la destrucción de empleo en los colectivos con salarios inferiores a la media. Pero además, el crecimiento salarial medio real pactado en convenio colectivo alcanzó el 3,6% en 2008 y el 2,3% en 2009.

la ocupación y la evolución contracíclica de la población activa durante los primeros compases de la crisis²⁹ se tradujeron en un aumento de 18 puntos porcentuales (pp) de la tasa de paro hasta el 26,3% en el primer trimestre de 2013.

El repunte de los costes salariales, unido a la **escasa competencia en el mercado de productos**³⁰, a los **cambios impositivos** y al **ascenso de las tarifas reguladas**, **dificultó que los precios del conjunto de la economía se ajustasen**³¹, lo que redundó en una menor demanda de empleo. Además, el aumento de la retribución por asalariado incrementó los costes laborales unitarios (CLU) durante 2008 y 2009 a pesar del ascenso notable de la productividad aparente del trabajo. Dado que los CLU de la eurozona crecieron casi cuatro puntos menos durante el mismo periodo, la competitividad precio de la economía española se resintió.

Las reformas como respuesta

Con el objetivo de revertir el deterioro del mercado de trabajo, desde 2010 los sucesivos gobiernos aprobaron reformas que, principalmente, trataron de reequilibrar el peso del ajuste al facilitar los cambios en los salarios y el margen intensivo a costa de moderar la respuesta del margen extensivo (empleo).

Centrando la atención en las medidas adoptadas desde 2012, destaca la reforma del mercado de trabajo, aprobada en febrero de 2012 como Real Decreto-ley y en julio, como Ley. Entre las numerosas modificaciones que introdujo la reforma, sobresalen tres³²:

- La descentralización y modernización del sistema de negociación colectiva, al otorgar prioridad aplicativa a los convenios de empresa y eliminar la prórroga indefinida del

convenio en caso de denuncia (ultractividad).

- La disminución de los costes de despido, tanto del improcedente (se suprime el despido 'expres' y se generaliza la indemnización de 33 días por año trabajado con un máximo de 24 mensualidades) como del procedente (se simplifican las causas económicas que posibilitan el despido procedente y se eliminan los salarios de tramitación excepto en los supuestos de readmisión del trabajador).
- La promoción de los mecanismos de flexibilidad interna³³. En primer lugar, la reforma facilita la modificación sustancial de las condiciones del contrato de trabajo –en particular, de la cuantía salarial– y deroga el requisito de autorización administrativa previa para la suspensión del contrato o la reducción de la jornada por causas económicas, técnicas, organizativas o productivas. En segundo lugar, reduce la incertidumbre en cuanto a las causas económicas que posibilitan el descuelgue del convenio colectivo y amplía las materias sobre las que la empresa se puede descolgar (jornada, horario, régimen de trabajo a turnos, sistema de trabajo, funciones, etc.). Por último, la reforma permite la movilidad funcional entre grupos profesionales y no solamente entre categorías.

La reforma laboral de 2012 supuso un avance significativo sobre la normativa previa y atenuó algunas de las disfunciones del mercado de trabajo español. Pero a pesar de su alcance, no abordó otros aspectos que requirieron posteriormente de **medidas complementarias**. Sin ánimo de ser exhaustivos, destacan las encaminadas a:

29: Como se demuestra en el Recuadro 1 de BBVA Research (2008), el crecimiento de la población activa durante el inicio de la crisis se explicó por un efecto trabajador añadido caracterizado por el incremento de la propensión a participar en el mercado de trabajo de colectivos con una probabilidad de inserción laboral tradicionalmente reducida (mujeres, jóvenes, poco cualificados, etc.).

30: Según Koske et al. (2015), el indicador de barreras a la competencia de España es similar al de la media de Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Portugal, pero los de complejidad regulatoria, barreras a la entrada de empresas y a la iniciativa privada son más restrictivos. El análisis de los efectos de la competencia en los mercados de bienes y servicios sobre el mercado de trabajo se puede consultar en Blanchard y Giavazzi (2003).

31: Para más detalles sobre los determinantes de la evolución de los precios a lo largo de la crisis, véase el Recuadro 1 en BBVA Research (2014).

32: Un resumen de los cambios introducidos por la reforma del mercado de trabajo se puede consultar en BBVA Research (2012).

33: El II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014, suscrito por CEOE, CEPYME, CCOO y UGT a finales del mes de enero de 2012, también contribuyó a impulsar la utilización de mecanismos de flexibilidad interna como alternativa a la destrucción de empleo. Véase:

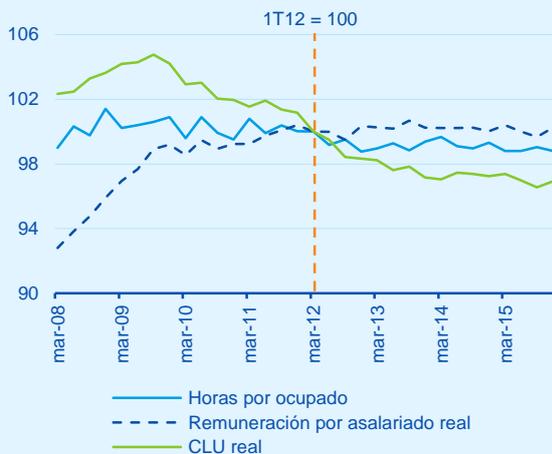
<http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/06/pdfs/BOE-A-2012-1778.pdf>

- Incentivar la búsqueda de trabajo por parte de los desempleados que perciben prestaciones.
- Facilitar la contratación y fomentar la utilización del contrato a tiempo parcial
- Promover la contratación indefinida
- Aumentar la eficiencia de las políticas activas de empleo (PAE).
- Impulsar la empleabilidad de los jóvenes³⁴.

Año 2012: punto de inflexión

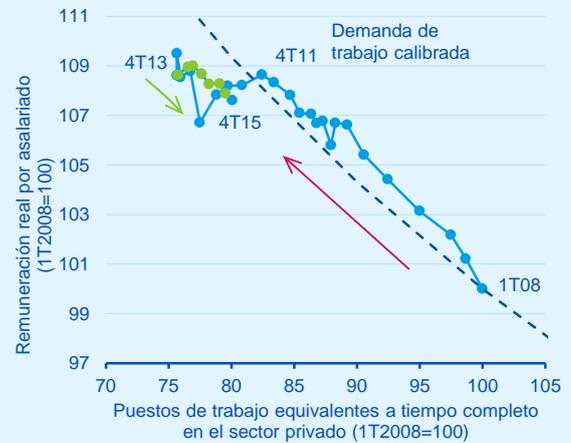
La entrada en vigor de la reforma laboral en marzo de 2012, junto con la apuesta por la flexibilidad interna y la moderación salarial realizada en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014, dieron inicio a una **nueva etapa en el funcionamiento del mercado de trabajo**. Desde entonces se constata un estancamiento de la remuneración real por asalariado y una ligera reducción del número de horas trabajadas por ocupado (véase el Gráfico R.1.1), que han posibilitado una respuesta más eficiente del empleo ante las perturbaciones de distinto signo (véase el Gráfico R.1.2).

Gráfico R.1.1
España: remuneración por asalariado, horas trabajadas, y coste laboral unitario (datos corregidos de variaciones estacionales, calendario y atípicos, 1T12=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico R.1.2
España: curva de demanda de trabajo (1T08=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

En comparación con lo sucedido hasta 2012, la segunda etapa de la recesión –marcada por la crisis de deuda europea y por una política fiscal contractiva– se caracterizó por una menor sensibilidad de la ocupación a la caída de la actividad. **Desde finales de 2013, la economía española crea empleo sin reincidir en los desequilibrios acumulados en anteriores fases expansivas:**

- Entre 2014 y 2015 se generaron 900.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo al tiempo que se recuperaba competitividad-precio respecto a la UEM. Mientras que en la salida de la crisis de comienzos de la década de los 90 el crecimiento del empleo vino acompañado por un diferencial positivo de los CLU (con un incremento medio entre 1994 y 1995 del 1,5% en España frente al 1,1% en la UEM), en la recuperación actual la diferencia es negativa (-0,3% en España frente al 0,9% de la UEM en 2014 y 2015).
- Por primera vez en las últimas décadas el empleo creció sin incurrir en déficits en la balanza por cuenta corriente y sin la ayuda de devaluaciones del tipo de cambio (véase el Gráfico R.1.3). Si bien el comportamiento de

34: Las medidas detalladas se pueden consultar en el Cuadro R.1.A.1.

los precios del petróleo desde el verano de 2014 ha contribuido a evitar que se deteriorara el saldo exterior³⁵, conviene recordar que en otros episodios de abaratamiento real de la factura energética³⁶, el aumento de la actividad y del empleo dio lugar a un deterioro de la balanza por cuenta corriente.

- Como se observa en el Gráfico R.1.4, el aumento reciente de la ocupación se ha visto acompañado por un desplazamiento hacia el origen de la curva de Beveridge (la relación entre la tasa de desempleo y la de vacantes), lo que podría sugerir menores fricciones en los procesos de emparejamiento laboral.

Gráfico R.1.3
Tasa de paro y balanza por cuenta corriente (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

Gráfico R.1.4
España: curva de Beveridge (1985-2015)



Fuente: BBVA Research a partir de BDREMS, Eurostat e INE

Una estimación de los efectos de la flexibilidad salarial sobre el empleo

Si bien la evidencia preliminar parece indicar que la mayor flexibilidad ha tenido efectos positivos sobre el ajuste y la recuperación de la economía española, **los efectos estructurales de los cambios regulatorios son difíciles de estimar puesto que las variables del mercado de trabajo se ven afectadas por otras perturbaciones que ocurren de forma simultánea.**

Con la finalidad de analizar cómo las rigideces en la formación de precios y salarios afectan a la creación de empleo y a la magnitud y persistencia de la tasa de paro, se ha estimado un modelo Estructural de Vectores Autorregresivos (SVAR) que permite identificar el impacto de distintos shocks sobre las principales variables del mercado laboral: política económica de demanda (fiscal y monetaria), productividad, participación laboral y rigideces en la formación de precios y salarios. Una de las ventajas de este tipo de modelos es que **permite aislar los shocks en los salarios que no vienen explicados por su respuesta endógena a la evolución de la tasa de desempleo, sino por otras causas** (por ejemplo, cambios en la regulación laboral)³⁷.

Los Gráficos R.1.5 y R.1.6 muestran las contribuciones tanto de los shocks identificados en el modelo como de los componentes deterministas a la evolución observada de la tasa de desempleo en España. **Se aprecia que la**

35: Entre finales de 2013 y finales de 2015, la disminución del déficit energético en 1,5pp del PIB ha compensado parcialmente la reducción del superávit comercial no energético de 2,3 puntos.

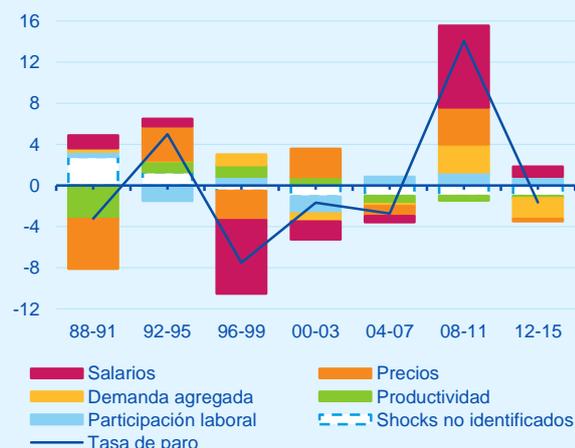
36: Por ejemplo, entre sep-97 y sep-98 o entre dic-06 y sep-07.

37: La especificación del modelo se puede consultar en Doménech, García y Ulloa (2016). Para la estimación se han utilizado datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España desde 1T80 hasta 4T15. Las variables que entran en el SVAR son la participación de las rentas salariales en el PIB, la tasa de desempleo, los salarios reales, el PIB y su deflactor.

mayor parte del repunte de la tasa de paro durante la Gran Recesión se explica por las rigideces en la formación de precios y salarios, con mayor intensidad que en la crisis económica de principios de los noventa:

- El aumento del desempleo en los tres primeros años de la crisis se debió al crecimiento de los salarios reales, de manera que en lugar de ajustar a la baja las remuneraciones, se destruyó empleo.
- En 2011 y 2012, la mayor contribución al crecimiento de la tasa de paro corresponde a los shocks en precios, dados los aumentos de los impuestos indirectos y el esfuerzo de las empresas por recuperar beneficios³⁸.

Gráfico R.1.5
Descomposición histórica de la variación acumulada de la tasa de paro (pp)

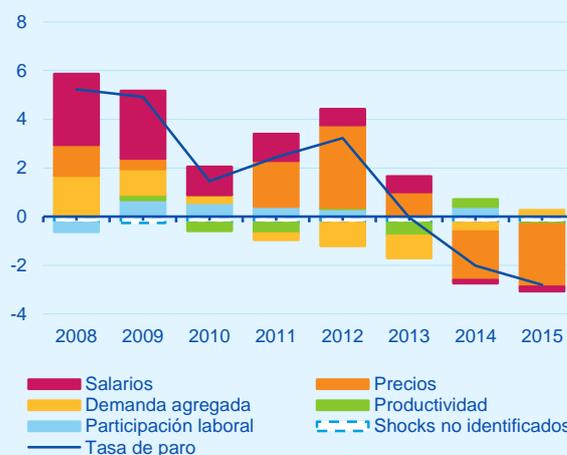


Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

El Gráfico R.1.6 ilustra las repercusiones de la mayor flexibilidad salarial existente desde 2012. La contribución del shock en los salarios a la variación de la tasa de paro se redujo desde los 1,1pp en 2011 hasta los -0,2pp en 2015. Naturalmente, la persistencia temporal en los efectos del shock salarial explica la contribución todavía positiva hasta 2013.

Dado que la metodología permite identificar las perturbaciones estructurales que gobiernan las fluctuaciones de la economía, es posible simular qué habría sucedido en ausencia de una de ellas o si alguna hubiese tenido un signo y/o magnitud diferente al que se observó. En particular, **se han realizado dos experimentos contrafactuales** que responden a las dos preguntas siguientes:

Gráfico R.1.6
Descomposición histórica de la variación anual de la tasa de paro (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

- **Contrafactual 1:** ¿Cuántos puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo adicionales se habrían destruido de no haberse dado la flexibilización salarial observada a partir de 2012? Esto sería equivalente a mantener entre 2012 y 2015 los shocks salariales estimados en promedio para el periodo 2010-2011, de manera que la remuneración real por asalariado hubiera aumentado un 4,5% respecto al escenario base
- **Contrafactual 2:** ¿Cuántos puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se habrían preservado si el proceso de flexibilización salarial hubiese empezado a comienzos de 2008? Esto sería equivalente a reemplazar

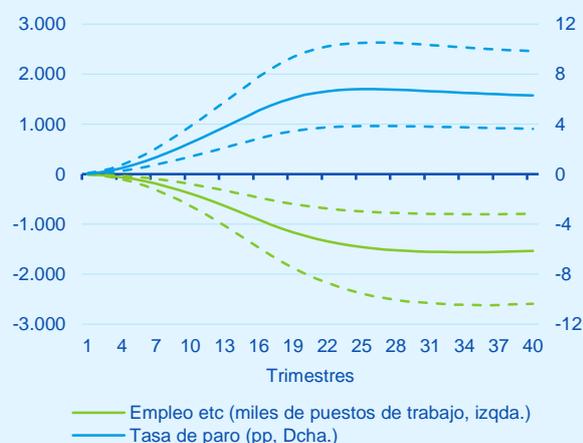
38: En qué medida la contribución positiva de los precios fue la respuesta a los shocks salariales de los años previos o a la crisis financiera que dio lugar a un importante aumento de las primas de riesgo y de las restricciones de crédito es una cuestión que el modelo utilizado no puede responder. Como argumentan Andrés y Doménech (2015), cuando las tensiones financieras aumentan drásticamente, las empresas más dependientes de la financiación bancaria sólo pueden mantenerse en el mercado mediante el recurso a la financiación propia (beneficios no distribuidos) o de proveedores. Aunque la competencia sea mayor, las empresas en esta situación tratan de mantener o incluso aumentar el margen de precios sobre costes. Gilchrist, Schoenle, Sim y Zakrajsek (2013) y Montero y Urtasun (2014) han encontrado evidencia en EE. UU. y en España de que las empresas que presentaban en el momento más agudo de la crisis financiera mayores problemas de liquidez fueron las que aumentaron sus precios, mientras que las que tenían una posición financiera más saneada los redujeron.

los shocks salariales entre 2008 y 2011 por los estimados para el periodo 2012-2015, de manera que la remuneración real por asalariado hubiera aumentado sólo un 4,2% en lugar del 8,2% observado entre el primer trimestre de 2008 y el último de 2011.

Respecto a la primera de estas preguntas, los resultados indican que **si las exigencias salariales observadas, en promedio, durante 2010 y 2011 hubieran continuado entre 2012 y 2015, se habrían registrado 910.000 empleos menos al final del periodo y la tasa de paro habría sido 5,1pp superior a la observada** (véase el Gráfico R.1.7). A largo plazo, la destrucción añadida de empleo podría llegar hasta 1.500.000 puestos de trabajo y la tasa de paro, repuntar 6,3pp.

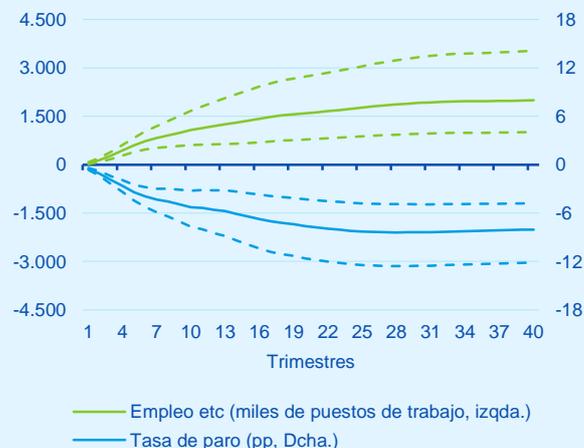
En lo que respecta a la segunda pregunta, el Gráfico R.1.8 muestra que **si los salarios hubieran respondido a la situación cíclica de la economía y contribuido a un ajuste más eficiente a partir de 2008** –o lo que es equivalente, si el mercado laboral español hubiese contado con unas instituciones laborales más flexibles en el inicio de la crisis– **se habría evitado la destrucción de cerca de 2.000.000 empleos en el largo plazo y la tasa de desempleo sería hoy en día 8,0 puntos inferior** (12,9% frente al 20,9% en 4T15).

Gráfico R.1.7

Resultados del contrafactual 1 (desviación respecto al escenario base)*

* Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza de los percentiles 16 y 84.
Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.8

Resultados del contrafactual 2 (desviación respecto al escenario base)*

* Las líneas discontinuas representan el intervalo de confianza de los percentiles 16 y 84.
Fuente: BBVA Research

Conviene matizar los resultados anteriores. En primer lugar, los ejercicios realizados ilustran la importancia económica de la flexibilidad salarial sobre el mercado de trabajo, pero ésta no puede atribuirse exclusivamente a las reformas. En particular, este fenómeno también se puede deber, al menos en parte, a los resultados alcanzados en el II AENC 2012-2014. En qué medida este acuerdo fue un intento de los agentes sociales por anticiparse a los efectos de las reformas y qué parte de la mayor flexibilidad responde a este acuerdo es una pregunta de difícil respuesta.

En segundo lugar, aunque las perturbaciones salariales estimadas tienen carácter estructural, por lo que son, desde el punto de vista estadístico, exógenas a la evolución del mercado de trabajo, los agentes económicos pueden adoptar discrecionalmente decisiones no coordinadas de moderación salarial cuando la tasa de desempleo alcanza niveles difícilmente tolerables desde el punto de vista social e individual. En este contexto, las reformas laborales pueden adelantar, acelerar e intensificar los efectos de una flexibilidad salarial, que posiblemente se hubiera producido en cualquier caso, pero más lentamente y con unos costes mayores.

Conclusiones

En este recuadro se han analizado los efectos sobre el mercado laboral de la mayor flexibilidad salarial a partir de 2012. La evidencia preliminar muestra que durante la etapa de la recesión que sucedió a estos cambios se produjo una menor destrucción de empleo que en los años anteriores, a pesar del ajuste fiscal y de las mayores tensiones financieras. Además, la recuperación que se ha experimentado a posteriori ha sido compatible con el superávit de la balanza por cuenta corriente, la mejora de la competitividad-precio respecto a la UEM y el desplazamiento de la curva de Beveridge hacia el origen.

Utilizando un modelo que permite descomponer la evolución de los principales agregados macroeconómicos en distintos tipos de perturbaciones estructurales se confirma que los efectos de las menores rigideces salariales observadas a partir de 2012 son económicamente relevantes. Los resultados de un primer ejercicio contrafactual indican que si la evolución de los salarios observada durante 2010 y 2011 se hubiera mantenido entre 2012 y 2015, se habrían perdido cerca de novecientos mil empleos adicionales. El segundo ejercicio contrafactual que se presenta en este estudio permite concluir que, de haber contado en 2008 con una mayor flexibilidad del mercado laboral como la advertida a partir de 2012, se podría haber evitado la destrucción de cerca de dos millones de empleos en el largo plazo y el aumento de 8 puntos en la tasa de paro.

Si bien la evidencia preliminar parece indicar que los cambios en el mercado de trabajo han tenido efectos positivos sobre el ajuste y la recuperación de la economía española, muchas de las debilidades estructurales del mercado de trabajo como, por ejemplo, la elevada temporalidad, el desempleo de larga duración, el desajuste entre oferta y demanda de trabajo o una tasa de paro estructural todavía muy elevada, siguen requiriendo medidas adicionales en línea con las propuestas que se analizan en BBVA Research (2016).

Referencias

- Andrés, J. y R. Doménech (2015): *En busca de la prosperidad. Los retos de la sociedad española en la economía global del siglo XXI*. Deusto Ediciones. Barcelona. <http://www.uv.es/deusto/>
- BBVA Research (2012): *Situación España. Segundo trimestre 2012*. Madrid. <http://goo.gl/3RqSiY>
- (2014): *Situación España. Primer trimestre 2014*. Madrid. <https://goo.gl/wu1mDR>
- (2016): *Observatorio Económico de España. Hacia un mercado de trabajo más eficiente y equitativo*. Madrid. <https://goo.gl/zcwmsn>
- Blanchard, O., y F. Giavazzi (2003): "Macroeconomic Effects Of Regulation And Deregulation In Goods And Labor Markets," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118(3), 879-907. <http://goo.gl/ZWYm9Q>
- Doménech, R., García, J. R. y Ulloa, C. A. (2016): "Los efectos de la flexibilidad salarial sobre el crecimiento y el empleo", Documento de Trabajo N° 16/05, BBVA Research. Disponible en: <https://goo.gl/0Xmt1G>
- Gilchrist, S., R. Schoenle, J. W. Sim y E. Zakrajsek (2013): "Inflation Dynamics During the Financial Crisis", Working Papers N° 78, Brandeis University, Department of Economics and International Business School. <http://goo.gl/kFL4rE>
- Koske, I., I. Wanner, R. Bitetti y O. Barbiero (2015): "The 2013 update of the OECD product market regulation indicators: policy insights for OECD and non-OECD countries", OECD Economics Department Working Papers, N° 1200/2015. <http://goo.gl/VhROzf>
- Montero J. M. y A. Urtasun (2014): "Price-Cost Mark-ups in the Spanish Economy: a Microeconomic Perspective", Documentos de Trabajo, N° 1407, Banco de España. <http://goo.gl/JYaCWw>

Anexo

Cuadro R1.A.1

Principales reformas aprobadas desde la entrada en vigor de la reforma laboral

Objetivo y normativa	Medidas más destacadas
<p>Incentivar la búsqueda de trabajo por parte de los desempleados que perciben prestaciones</p> <p><i>Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.</i></p>	<p>Reducción de la prestación contributiva para los nuevos parados hasta el 50% de la base reguladora a partir del sexto mes de percepción de la misma.</p> <p>Elevación en tres años la edad mínima de percepción del subsidio por desempleo para los mayores de 52 años.</p> <p>Eliminación del subsidio especial para mayores de 45 años.</p> <p>Endurecimiento de los requisitos para poder ser beneficiario del programa de renta activa de inserción.</p>
<p>Facilitar la contratación y fomentar la utilización del contrato a tiempo parcial</p> <p><i>Real Decreto-ley 16/2013, de 20 de diciembre, de medidas para favorecer la contratación estable y mejorar la empleabilidad de los trabajadores.</i></p>	<p>Simplificación administrativa de los contratos de trabajo y creación de un asistente virtual que guía al empresario hasta el contrato que mejor se adapte a sus necesidades.</p> <p>Ampliación de la jornada del contrato a tiempo parcial a través de horas complementarias.</p> <p>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.</p> <p>Se autoriza la realización del contrato indefinido de apoyo a emprendedores a tiempo parcial.</p>
<p>Impulsar la contratación indefinida</p> <p><i>Real Decreto-ley 3/2014, de 28 de febrero, de medidas urgentes para el fomento del empleo y la contratación indefinida.</i></p> <p><i>Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.</i></p>	<p>Reducción temporal (24 meses) de la cuota empresarial a la Seguridad Social para los nuevos contratos indefinidos celebrados entre el 25 de febrero y el 31 de diciembre de 2014 (prorrogada, posteriormente, hasta el 31 de marzo de 2015).</p> <p>(Desde marzo de 2015) Sustitución de la 'tarifa plana' por un mínimo exento de 500 euros en la cotización empresarial por contingencias comunes por los nuevos contratos indefinidos a tiempo completo.</p>
<p>Aumentar la eficiencia de las políticas activas de empleo (PAE)</p> <p><i>Real Decreto 751/2014, de 5 de septiembre, por el que se aprueba la Estrategia Española de Activación para el Empleo 2014-2016.</i></p> <p><i>Real Decreto-ley 4/2015, de 22 de marzo, para la reforma urgente del Sistema de Formación Profesional para el Empleo en el ámbito laboral</i></p>	<p>La orientación a resultados condiciona, en parte, la distribución regional del presupuesto para PAE.</p> <p>Se prioriza el diseño de un itinerario personalizado de cada demandante de empleo, la mejora del ajuste de la formación profesional para el empleo a las necesidades del mercado de trabajo, la coordinación entre los servicios públicos de empleo y la colaboración público-privada en intermediación laboral.</p>
<p>Impulsar la empleabilidad de los jóvenes</p> <p><i>Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia</i></p>	<p>Aprobación de la Estrategia de Emprendimiento y Empleo Joven 2013-2016, en la que destaca la puesta en marcha del Sistema Nacional de Garantía Juvenil.</p>

Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. Las finanzas autonómicas en 2015 y el impacto del sistema de financiación y de algunos atípicos

Ángel de la Fuente - FEDEA e Instituto de Análisis Económico (CSIC) – Abril de 2016

1. Introducción

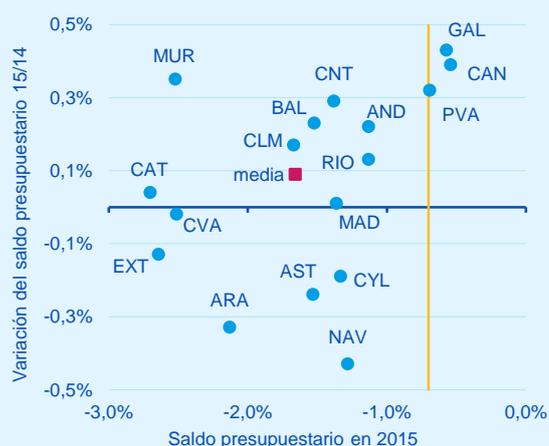
En el año 2015 los saldos presupuestarios regionales han mejorado sólo ligeramente a pesar de una caída de casi 3.500 millones de euros en el gasto en intereses que se ha producido como resultado de la mejora de las condiciones ofrecidas por el Gobierno central a través de distintas facilidades financieras. El estancamiento del déficit autonómico se debe en parte a una debilidad “técnica” de los ingresos del sistema de financiación regional, que se han visto reducidos en unos 2.700 millones debido a la inercia de las entregas a cuenta en momentos de cambio de ciclo y en parte también al aumento atípico en algunas partidas de gasto que prácticamente se han comido todo el ahorro en intereses. Tras corregir todos estos factores, el déficit autonómico *subyacente* se habría reducido en un cuarto de punto adicional, pasando de 1,66% del PIB del saldo sin corregir al 1,40%, lo que todavía supone el doble del objetivo de estabilidad.

2. Análisis de las finanzas autonómicas en 2015

La Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2016a y b) ha publicado recientemente las cuentas de las comunidades autónomas correspondientes al ejercicio 2015. El Gráfico R.2.1 muestra el saldo presupuestario de cada comunidad de acuerdo con esta fuente junto con la variación observada de tal saldo en relación con el ejercicio anterior. La línea vertical de color naranja indica el objetivo de estabilidad presupuestaria, que se fijó para 2015 en el 0,7% del PIB para todas las comunidades autónomas, y el cuadrado rojo corresponde al conjunto de todas las administraciones regionales.

En 2015 el conjunto de las comunidades autónomas presentó un déficit presupuestario de 1,66% del PIB español, 9 centésimas por debajo del dato provisional de 2014. Puesto que el objetivo de déficit de 2015 es tres décimas de punto de PIB menor que el de 2014, este resultado supone, en promedio, un mayor incumplimiento del mismo por parte de las comunidades autónomas. La situación de las distintas regiones es, sin embargo, muy variada. Como se observa en el gráfico, sólo tres de ellas (Canarias, el País Vasco y Galicia) cumplieron el objetivo de déficit. Estas tres regiones y otras ocho consiguieron reducir su déficit presupuestario en relación a 2015. Las seis regiones restantes no sólo no cumplieron el objetivo de estabilidad sino que vieron además aumentar sus déficits. En este grupo destacan Navarra, Asturias y Aragón, cuyos desequilibrios en las cuentas públicas crecieron más de dos décimas de PIB en relación al ejercicio anterior.

Gráfico R.2.1
Saldo presupuestario por CN en 2015 vs. variación en el saldo en relación con 2014



Fuente: Elaboración propia a partir de MINHAP

Los efectos del sistema de financiación y de los atípicos

Para apreciar la incidencia del sistema de financiación regional sobre la evolución reciente del déficit autonómico, conviene reordenar las cuentas del conjunto de las comunidades autónomas tal como se hace en el Cuadro R.2.1, esto es, trasladando la partida de “transferencias a otras administraciones públicas” desde el apartado de gasto al de ingreso, donde aparece como una minoración. El traslado tiene lógica porque esta partida recoge transferencias de las comunidades autónomas al Estado por conceptos relacionados con el sistema de financiación regional (tales como la aportación navarra³⁹ o los saldos negativos del Fondo de Suficiencia de ciertas comunidades de régimen común) que reducen los ingresos netos de los que disponen las administraciones regionales. También se incluyen aquí las transferencias a entidades locales, que en buena parte se financian con transferencias finalistas estatales, por lo que también conviene deducirlas de los ingresos regionales.

Mirando el Cuadro R.2.1, en 2015 se observa una muy ligera mejora del saldo presupuestario agregado del conjunto de las comunidades autónomas, que ascendió a nueve centésimas de PIB. Esta mejora supone sólo una cuarta parte de la caída del gasto en intereses (-0,35 puntos de PIB en contabilidad nacional), que se redujo casi a la mitad como resultado de la mejora en las condiciones financieras de los mecanismos de liquidez. El resto de las partidas de gasto contribuyeron poco o nada a la caída del déficit, y tampoco lo hizo la partida de ingresos, que se redujo como fracción del PIB como resultado, fundamentalmente, de la debilidad de los ingresos netos por transferencias de otras administraciones.

Sin embargo, las cosas están menos mal de lo que podría parecer a primera vista por dos

razones. La primera es que el relativamente lento crecimiento de los ingresos del sistema de financiación regional tiene que ver más con la inercia de las entregas a cuenta del mismo que con una debilidad real de la recaudación tributaria. La segunda es que el relativamente rápido crecimiento del gasto que observamos en 2015 es en parte resultado de algunas partidas atípicas y en principio no recurrentes. Además de ciertas partidas de inversión por un importe total de casi 1.800 millones que la IGAE ha reclasificado como gasto público,⁴⁰ hay que incluir aquí unos 1.000 millones de euros destinados a los nuevos tratamientos de la hepatitis C y otros 800 ligados a la devolución de la mitad de una paga extra a los funcionarios que fue suprimida en 2012 y se ha devuelto en un año en el que ha habido elecciones en la mayor parte de las autonomías.

Partiendo del Cuadro R.2.1 y de algunas cifras ya citadas, resulta sencillo calcular un *déficit subyacente* que vendría a recoger la situación de las cuentas regionales tras normalizar los ingresos del sistema de financiación regional y deducir los diversos atípicos que han afectado a los resultados de este año. Para ello, en el Cuadro 2 se calcula el déficit que se habría observado en 2015 suponiendo que los ingresos de las comunidades autónomas por transferencias netas de otras administraciones públicas hubiesen crecido al mismo ritmo que los ingresos tributarios de la Administración Central corregidos por recaudación incierta, esto es, a un ritmo del 5,15% anual según los datos de la IGAE (2016b). En el Cuadro R.2.2 también se eliminan las partidas atípicas de gasto, incluyendo entre ellas la fuerte subvención implícita en las favorables condiciones financieras de los fondos de liquidez autonómica y para pagos a proveedores que, a la espera de un análisis detallado, aproximaré por la reducción de la carga de intereses registrada en 2015 de acuerdo con la Contabilidad Nacional (3.453 millones de euros).

39: No se incluye, sin embargo, el cupo vasco, que no pasa por los presupuestos de las comunidades autónomas sino por los de las diputaciones forales.

40: Los ajustes a Contabilidad Nacional para 2015 incluyen partidas de inversión por un valor total de 1.777 millones de euros, de los que 1.542 corresponden a Cataluña, 121 a Baleares y 114 a Asturias. El grueso de los proyectos son de carreteras pero en el caso catalán se incluye también la construcción de prisiones, edificios judiciales y comisarías. Estas partidas corresponden a gastos de otros ejercicios ligados a proyectos de cooperación público-privados que hasta el momento se habían contabilizado en el sector privado. Al revisarlos, la IGAE ha considerado que, dado el reparto de riesgos estipulado, tales proyectos corresponden realmente al sector de Administraciones Públicas, por lo que ha procedido a atribuirlos a este sector con fecha 2015.

Cuadro R.2.1

Ingresos y gastos netos del conjunto de las Comunidades Autónomas y componentes de su saldo presupuestario, situación observada

	% del PIB			millones de euros		
	2014	2015	dif	2014	2015	var %
Ingresos netos	12,61	12,52	-0,09	131.294	135.316	3,06
Impuestos	4,62	4,73	+0,11	48.086	51.127	6,32
Transferencias de otras AA. PP.	7,82	7,75	-0,07	81.420	83.795	2,92
Resto de ingresos	1,63	1,59	-0,04	16.941	17.182	1,42
Transferencias a otras AA. PP.	-1,46	-1,55	-0,10	-15.153	-16.788	10,79
Gastos netos (sin transf a otras AA. PP.)	14,36	14,18	-0,18	149.476	153.278	2,54
Gastos de capital	1,36	1,56	+0,20	14.165	16.833	18,84
Intereses	0,74	0,39	-0,35	7.672	4.219	-45,01
Otros gastos corrientes	12,26	12,23	-0,03	127.639	132.226	3,59
Saldo presupuestario	-1,75	-1,66	+0,09	14.165	16.833	18,84
Nota: transferencias recibidas netas	6,36	6,20	-0,17	66.267	67.007	1,12

Fuente: Elaboración propia a partir de MINHAP

Cuadro R.2.2

Ingresos y gastos netos del conjunto de las Comunidades Autónomas y componentes de su saldo presupuestario, escenario alternativo en 2015: cálculo del déficit subyacente sin atípicos y con ingresos netos por transferencias creciendo al mismo ritmo que los ingresos tributarios del Estado

	% del PIB			millones de euros		
	2014	2015	dif	2014	2015	var %
Ingresos netos	12,61	12,76	0,15	131.294	137.989	5,1
Impuestos	4,62	4,73	0,11	48.086	51.127	6,32
Transf. netas de otras AA. PP.	6,36	6,44	0,08	66.267	69.680	5,15
Resto de ingresos	1,63	1,59	-0,04	16.941	17.182	1,42
Gastos netos (sin transf a otras AA. PP.)	14,36	14,16	-0,19	149.476	153.131	2,45
Operaciones de capital	1,36	1,39	0,03	14.165	15.056	6,29
Intereses	0,74	0,71	-0,03	7.672	7.672	0
Otros gastos corrientes netos	12,26	12,06	-0,2	127.639	130.403	2,17
Saldo presupuestario	-1,75	-1,4	0,35	-18.182	-15.143	-16,72

Fuente: Elaboración propia a partir de MINHAP

Con estos ajustes, el déficit autonómico se habría reducido en 2015 en 35 centésimas de punto de PIB, en vez de en sólo 9, hasta situarse en un 1,40% del PIB, duplicando todavía el objetivo de déficit. En las cuentas corregidas del Cuadro R.2.2 se observa por primera vez en varios años

un saludable crecimiento de los ingresos pero también un cierto repunte de los gastos, incluyendo las partidas de capital que, tras excluir los atípicos, crecen en torno al 6%, aunque situándose todavía muy por debajo de sus niveles de antes de la crisis.

3. Conclusión

Como se ha mostrado en este recuadro, una vez se corrigen las distorsiones técnicas que genera la estructura del sistema de financiación regional y algunas partidas atípicas de gasto contabilizadas en 2015, se observa una mejora del saldo presupuestario *subyacente* de las administraciones regionales apreciablemente mayor que la registrada en su saldo bruto. Pese a ello, la situación de las cuentas regionales sigue siendo delicada porque el déficit subyacente todavía duplica el objetivo de estabilidad y porque la mejora de los saldos autonómicos registrada en los últimos ejercicios proviene en buena parte de una reducción de las partidas de inversión hasta niveles históricamente muy bajos que no podrán mantenerse por mucho tiempo sin que comiencen a afectar negativamente a la calidad de los servicios públicos. Aunque la previsible recuperación de los ingresos en los próximos ejercicios debería traducirse en una apreciable mejora de la situación otras cosas iguales, sería aconsejable que las comunidades autónomas continuasen trabajando en la contención de las partidas de gasto corriente, que comienzan a repuntar aún tras descontar los atípicos.

Referencias

Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2016a). Operaciones no financieras del subsector administración regional y detalle por comunidades.

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

Intervención General de la Administración del Estado (IGAE, 2016b). 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>

Recuadro 3. Impacto de las medidas no convencionales de política monetaria en la economía española

Introducción

El Consejo de Gobierno (CG) del BCE ratificó en su reunión de marzo su intención de continuar tomando, si fuera necesario, todas las medidas de política monetaria de tipo no convencional que tengan cabida dentro de su mandato. El fin último de estas actuaciones es la relajación de las condiciones de financiación para impulsar la oferta de crédito al sector privado y, por tanto, combatir los riesgos de baja inflación y crecimiento en el conjunto del área monetaria. El nuevo paquete de medidas, que incluye también las de tipo convencional⁴¹, da continuidad a las tomadas desde mediados de 2014 y se basa en la expansión del programa de compra de activos⁴² y la extensión de las políticas de liquidez (nuevas rondas de TLTROS⁴³ a cuatro años). **En este recuadro se evalúa el impacto de las medidas implementadas en el último año y medio a través de la oferta de crédito y los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales.**

Los resultados del análisis, sugieren que las medidas de política monetaria no convencional han tenido un impacto positivo y significativo en la actividad de la economía española, pero temporal. **Así, se estima que contribuyeron en 0,5pp al crecimiento del PIB en 2015** a través de los canales vinculados a la oferta de crédito y a los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales. A pesar de lo anterior, **se espera que el efecto para el bienio 2016-2017 sea considerablemente menor.** En primer lugar porque el impulso de las medidas tomadas en 2014 y 2015 se estaría agotando. En segundo lugar porque, dada la proximidad de los tipos de interés nominal al límite cero, las acciones recientemente aprobadas por el CG tendrán

efectos marginales sobre el coste de financiación de empresas y familias.

Con todo, estos resultados son orientativos y deben ser interpretados con cautela por varias razones. Por un lado, las características del shock inducido por las medidas no convencionales adoptadas por el BCE continúan siendo inciertas, tanto en su magnitud como en su impacto. Por otro, existen distintos canales potenciales fuera del ámbito de estudio de este trabajo, cuyo efecto podría ser relevante. Por ejemplo, mientras que en el presente recuadro se enfatiza el impacto de las políticas impulsadas por el BCE en la oferta de crédito, no se exploran las posibles consecuencias que podrían tener sobre la demanda por financiación.

Potenciales canales de transmisión de las medidas del BCE

Los canales de transmisión hacia la economía real dependen de cada una de las medidas anunciadas por el BCE. Respecto al programa de compra masiva de bonos de deuda pública y de activos privados, **uno de los canales potenciales se asocia directamente a la demanda de bonos soberanos** y sus respectivos tipos de interés. Dicho programa contaba, al presentarse en 2015, con 60.000 millones de euros mensuales para el período que va desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016. A pesar de que las medidas se anunciaron en enero de 2015, los mercados descontaban su implementación desde mediados de 2014; a partir de esta fecha, el rendimiento del bono español a 10 años ha caído unos 120 puntos básicos.

Por otro lado, **la introducción del programa pudo tener un impacto indirecto asociado a las expectativas de los agentes sobre las medidas de política monetaria convencional.** A

41: Recorte hasta mínimos históricos de los tipos de interés de referencia (-5pb hasta el 0,0%), de facilidad de depósito (10pb hasta el -0,4%) y de préstamo marginal (-5pb hasta el 0,25%)

42: Se expande el monto de compra a 80.000 millones de euros mensuales y se amplía su alcance a bonos corporativos no bancarios denominados en euros y con grado de inversión

43: Abreviación en inglés para "Operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico"

pesar de que la autoridad monetaria ha insistido en indicar que no está dispuesta a bajar tipos indiscriminadamente, también dejó claro que las eventuales subidas no se producirán hasta bien pasado el final del programa de compra de bonos (marzo de 2017). De hecho, las expectativas respecto a las subidas de los tipos oficiales se han visto aplazadas tras los sucesivos anuncios realizados desde junio de 2014.

Los efectos sobre las expectativas de política monetaria podrían también impactar sobre la evolución del tipo de cambio del euro (depreciación). Sin embargo, este efecto se ve limitado en gran parte por el tipo de políticas implementadas por otros bancos centrales⁴⁴.

Respecto a las medidas de subastas de liquidez a largo plazo (TLTRO), existen varios canales potenciales de transmisión hacia la economía real. Por un lado, **se reduce el riesgo de que se produzcan tensiones de liquidez para los bancos europeos en los próximos años.** También la medida permitiría una **reducción en el coste de financiación de los bancos** que, eventualmente, se trasladaría en **un aumento de la oferta de crédito.** En la práctica, este mecanismo se ha verificado durante el último año, sobre todo en la periferia, donde los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito se han moderado sustancialmente.

El impacto acumulado de la política monetaria no convencional

Teniendo en cuenta las medidas de política monetaria no convencional descritas en el apartado anterior, en esta sección se evalúa el **impacto potencial que éstas podrían tener sobre la economía española a través de la oferta de crédito y los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales.** Para tal fin, se ha estimado un modelo estructural de vectores autoregresivos (SVAR), identificado con restricciones de ceros y signo, que permite aislar el impacto de las

perturbaciones en el mercado de crédito y la oferta monetaria convencional de otras de carácter macroeconómico (por ejemplo aumentos de la oferta o demanda agregada) (Véase el anexo 1).

Gráfico R.3.1

España: caída estimada en el spread de crédito (pp respecto al escenario base de mediados de 2014)



Fuente: BBVA Research

Dos tipos de shocks se analizan tomando en cuenta los canales de transmisión descritos en el apartado anterior. **Por un lado, se encuentran las sucesivas rondas de TLTRO y su impacto a través de la oferta de crédito.** Las estimaciones actuales de BBVA Research contemplan un diferencial entre el tipo de interés sintético de las nuevas operaciones de crédito y el tipo de interés oficial que es 80pb inferior al que se estimaba a mediados de 2014, antes de la implementación de las TLTRO (escenario contrafactual). En los próximos meses la diferencia podría alcanzar un máximo de 100pb, revirtiendo en el medio plazo hasta el entorno de los 60pb (véase el gráfico R.3.1). Esta estimación se encuentra en línea con la evaluación del Banco de Inglaterra respecto al programa puesto en marcha por Reino Unido a mediados de 2012, destinado a estimular el crédito a familias y empresas no financieras (*Funding for Lending Scheme*)⁴⁵. En dicha evaluación, se estimó que el

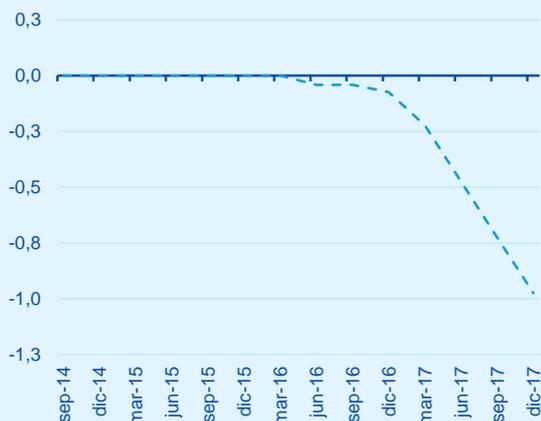
44: Desde comienzos de la crisis financiera de 2008 fueron anunciadas sucesivas medidas de política monetaria no convencional por parte de distintos bancos centrales alrededor del mundo: la Reserva Federal (desde noviembre de 2008), el Banco de Inglaterra (desde marzo de 2009) o el Banco de Japón (desde octubre de 2010). De hecho, más recientemente, la autoridad monetaria de Japón se ha sumado a los bancos centrales que han llevado los tipos de interés (de depósito) a terreno negativo.

45: Véase Banco de Inglaterra (2014).

programa habría causado una reducción gradual del diferencial de tipos del crédito y deuda emitida en torno a los 100 pb en un periodo de 18 meses⁴⁶.

Por otro lado, se considera el impacto indirecto del programa de compra masiva de bonos públicos y activos a través de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés de referencia. El escenario macroeconómico contemplado por BBVA Research antes de que se implantase el programa, asumía que el mercado habría descontado subidas escalonadas de los tipos de interés oficial a partir de finales de 2016 (prácticamente dos años antes de lo que hoy se espera). La diferencia entre los tipos de interés oficial proyectados entre dicho escenario contrafactual y el escenario base actual aumenta gradualmente hasta alcanzar los 100 pb al final del el horizonte previsión (Gráfico R.3.2).

Gráfico R.3.2
España: desviación del tipo de interés de referencia tras el retraso en las expectativas de subida (pp respecto al escenario base de mediados de 2014)

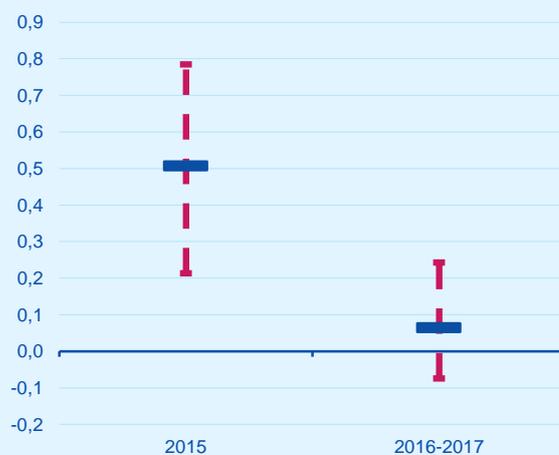


Fuente: BBVA Research

El Gráfico R.3.3 muestra el impacto total que los dos shocks descritos con anterioridad tienen sobre economía española. Como se puede

observar, los resultados indican que la contribución de estos al crecimiento anual de la economía habría alcanzado su máximo en 2015, rondado los 0,5pp del PIB. Para el bienio 2016-2017 se espera que el impacto sobre el crecimiento sea marginalmente positivo, aunque de significatividad estadística nula.

Gráfico R.3.3
España: impacto de la política monetaria no convencional en el crecimiento anual del PIB (pp respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

Los resultados obtenidos anteriormente son orientativos y deben ser interpretados con cautela. En primer lugar porque como se observa en el Gráfico R.3.3 la incertidumbre que revelan las estimaciones es elevada. En segundo lugar, porque las magnitudes de los shocks inducidos por las medidas adoptadas por el BCE siguen siendo en buena medida inciertas, y las simulaciones presentadas parten de las diferencias entre escenarios esperados. Así por ejemplo, las estimaciones del BCE, que incluyen un conjunto de canales más amplio y con supuestos algo más restrictivos sobre la respuesta de la economía, señalan que el impacto para el área monetaria podría alcanzar los 1,5pp del PIB entre 2015 y 2018⁴⁷.

46: En BBVA Research (2014) se utilizó este esquema como primera aproximación del impacto de la política monetaria no convencional sobre la actividad en España, sadas las similitudes entre de dicho programa y el implementado por el BCE (tipológica, geográfica y temporalmente).

47: En particular, el análisis supone que, en primer lugar, el paquete de políticas da lugar a la mejora de las condiciones financieras y de endeudamiento. En segundo lugar, asume que la mejora de dichas condiciones conlleva a una mayor actividad, menor atonía económica y presión al alza sobre la inflación. Para más detalles véase BCE (2016).

Finalmente, **existen otros canales de la política monetaria no convencional fuera del alcance de este trabajo**. Así, por ejemplo, los resultados del programa del BCE pueden depender en gran medida de la evolución futura de la demanda de crédito: el retraso en las decisiones de normalización de la política monetaria convencional podría no sólo estimular la oferta, sino además la demanda de crédito. Asimismo, cuanto más productivos y más adecuados en términos de riesgo sean los nuevos proyectos a financiar, más pronunciado puede ser el acompañamiento de la oferta de crédito.

Las nuevas medidas anunciadas

En su reunión de marzo de 2016 el CG decidió ampliar el programa de compra de activos, en monto (a 80.000 millones de euros mensuales) **y en alcance** (compra de bonos corporativos no bancarios denominados en euros y con grado de inversión)⁴⁸. Si bien la ampliación del programa podría suponer una reducción adicional en los tipos de interés de la deuda pública, existe poco espacio para mayores reducciones en los tipos de interés de los bonos de los países de la zona euro y, además, los efectos marginales de sucesivas rondas de compras de bonos podrían ser decrecientes (véase Wu T., 2014). También decreciente es el efecto indirecto que la ampliación del programa pudiese tener sobre las expectativas de política monetaria, dada la actual coyuntura de niveles muy bajos para los tipos de interés en la zona euro.

Por otro lado, el CG también anunció en marzo cuatro nuevas rondas de TLTRO (denominadas TLTRO II) que comenzarán en junio de 2016 y tendrán una duración de cuatro años. No sólo se flexibilizó la posibilidad de que los bancos privados tomen este tipo de financiación⁴⁹ sino que también se mejoró su coste al imponer un tipo potencialmente

negativo⁵⁰. Sin embargo, dado que actualmente ni liquidez ni precio representan un freno a la expansión del crédito, el impacto de las nuevas TLTRO en el crédito y, consecuentemente, en la economía real es incierto.

Por último, la implementación de nuevas medidas de política monetaria convencional (recorte de tipos de interés) es improbable. Si bien es una opción que el BCE aún mantiene abierta, el CG empieza a sopesar los costes-beneficios de la estrategia de llevar los tipos a terreno cada vez más negativo. En particular, sobre los costes que representan los tipos negativos en la transmisión de la política de monetaria, en la rentabilidad del sistema bancario o en la volatilidad financiera. De hecho, tras la reunión de marzo, las expectativas de recortes adicionales de tipos se corrigieron notablemente, favoreciendo una recuperación de los activos ligados al sector bancario.

Conclusiones

Desde mediados de 2014, el BCE ha optado por hacer uso de una política monetaria no convencional orientada a estimular la oferta de crédito en conjunto del área monetaria. En este trabajo se ha evaluado el impacto que han tenido en la economía española el aumento de la oferta de crédito y los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales inducidos por esta política. **Los resultados del estudio indican que las medidas han tenido un impacto positivo y significativo en la actividad, pero sólo en el corto plazo**. Así, se estima que contribuyeron en 0,5pp al crecimiento del PIB en 2015, mientras que para el bienio 2016-2017 el efecto esperado es limitado.

Con todo, estos resultados son orientativos y deben ser interpretados con cautela por varias razones. En primer lugar porque la magnitud y el impacto del shock inducido por las medidas no convencionales adoptadas por el BCE continúan

48: Para mayor detalle respecto de las medidas anunciadas véase el Observatorio BCE "Mayor expansión monetaria que se sustenta fuertemente en medidas no convencionales" disponible en <https://goo.gl/PyNJEC>.

49: No se incluyen prepagos obligatorios ni implica que los bancos aumenten sus préstamos a la economía.

50: El tipo de interés aplicado se fijará para cada operación con el tipo de interés de referencia del BCE (MROs por sus siglas en inglés) en el momento de la subasta. (actualmente en el 0%). Para aquellos bancos comerciales cuyo nivel de créditos neto supere los límites establecidos en el periodo del 1 de febrero 2016 al 31 de enero 2018 pagarán un tipo más bajo. (hasta un tipo mínimo del -0.4%, o tipo que se aplica a la facilidad de depósito en la fecha de la subasta).

siendo inciertas. En segundo lugar, porque existen otros canales potenciales no abordados en este trabajo, cuyo impacto podría ser significativo. Así, por ejemplo, los resultados finalmente observados dependerán de la forma en que la demanda de crédito acompañe al aumento de la oferta.

Referencias bibliográficas

- Arias. J.E., J. Rubio-Ramírez y D.F. Waggoner (2013): "Inference Based on SVARs identified with Sign and Zero Restrictions: Theory and Applications. *Working Papers* 13/38, BBVA Research.
- BCE (2016): "The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures", Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, at ECB and Its Watchers XVII conference organised by Center for Financial Studies, Frankfurt, 7 April 2016
- Banco de Inglaterra (2014): "Developments in credit conditions since the launch of the Funding for Lending Scheme", *Inflation Report*, May, 14-15
- BBVA Research (2014): *Situación España. Cuarto trimestre 2014*. Madrid. <https://goo.gl/4nrZZT>
- Mountford, A., and H. Uhlig (2009). "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", *Journal of Applied Econometrics*, 24, 960-992.
- Wu T. (2014): "Unconventional Monetary Policy and Long-Term Interest Rates." IMF Working Paper No. 14/189

Anexo 1 Marco metodológico

Empleando la metodología propuesta por Arias, Rubio-Ramírez y Waggoner (2013)⁵¹, en este recuadro se presentan los resultados de estimar **un VAR estructural para la economía española, que identifica con restricciones de signos y ceros** las principales perturbaciones que afectan simultáneamente a la actividad y el mercado crediticio. En particular, se han identificado shocks domésticos (oferta y demanda de crédito y de oferta y demanda agregada) y externos (política monetaria convencional y demanda agregada europea). Para el caso que nos concierne, se incluyen en la estimación el crecimiento trimestral del PIB, de los precios (componente subyacente del IPC), del flujo relativo de crédito (crédito real a OSR en porcentaje del PIB) y del crecimiento del PIB de la UEM. Asimismo, se ha considerado el tipo de interés real a corto plazo (Euribor a tres meses deflactado por el componente subyacente del IPC) y el diferencial de tipos del crédito OSR (diferencia entre el tipo nominal sintético de estas operaciones y el Euribor a tres meses). El período de estimación considerado abarca desde el primer trimestre de 1992 hasta segundo trimestre de 2014⁵²

51: En su trabajo, los autores demuestran que el método de función de penalización de Mountford y Uhlig (2009), hasta ahora el más extendido para identificación de shocks estructurales mediante restricciones de signos y ceros introduce sesgos relevantes en las estimaciones.

52: Los datos oficiales de flujos de crédito sólo están disponibles a partir de 2003. En este trabajo se han retropolado las cifras hasta 1991 utilizando los saldos vivos del stock de crédito y asumiendo una regla de movimiento exógena y estacionaria de las amortizaciones. Las pruebas de robustez indican que los resultados expuestos en este trabajo no cambian significativamente al relajar los supuestos de estacionariedad de la regla de movimiento de las amortizaciones.

cuadro R.3.1

Esquema de identificación de shocks estructurales mediante restricciones de signos y ceros

Shock / Variable	PIB	IPC (core)	Flujo relativo de crédito	Spread de crédito	Tipo de interés real a corto plazo	PIB de la UEM
1) Demanda agregada	(+)	(+)	0	0	0	0
2) Oferta agregada	(+)	(-)	0	0	0	0
3) Demanda relativa de crédito			(+)	(+)	0	0
4) Oferta relativa de crédito			(+)	(-)	0	0
5) Política monetaria					(-)	(+)
6) Demanda Europea						(+)

Se impone además ortogonalidad de los shocks

Nota: en el ejercicio de identificación se ha impuesto que las restricciones de signos se cumplan en al menos dos periodos mientras que las restricciones de ceros sólo se cumplan en el periodo coincidente con la realización de cada shock.

Fuente: BBVA Research

En el cuadro R.A.1 se resumen las restricciones de signos y ceros impuestas en el modelo estimado⁵³. Entrando en detalle, las restricciones ilustradas implican que:

- Un shock positivo de demanda agregada presiona al alza las cantidades y los precios de bienes y servicios transados**, pero no afecta instantáneamente a las cantidades y precios relativos de crédito, ni a los tipos de interés reales de referencia o el PIB de la UEM.
- Un shock oferta agregada se materializa en un aumento de la actividad y una reducción de los precios**, pero tampoco incide en el momento de su aparición sobre las cantidades y precios relativos de crédito, ni sobre los tipos de interés reales de referencia o el PIB de la UEM.
- Tanto los **shocks positivos de oferta como de demanda de crédito presionan al alza la cantidad relativa de crédito nuevo circulante**, si bien en el primer caso el diferencial de los tipos de interés del crédito tiende a aumentar y en el segundo, a disminuir. Adicionalmente, se asume que

estos shocks no afectan contemporáneamente a los tipos de interés reales de referencia o el PIB de la UEM.

- Tan sólo un shock de política monetaria – positivo**, desde la perspectiva doméstica española, **es capaz de reducir instantáneamente el tipo de interés real de corto plazo y aumentar el PIB de la UEM**.

Como se puede observar en el cuadro R.3.1, **el esquema de identificación implementado es agnóstico** (v.g. no se imponen restricciones) en lo que respecta a la respuesta de la economía real a los shocks de oferta y demanda de crédito y a los shock externos (oferta monetaria convencional y demanda agregada europea). Igualmente el modelo es agnóstico en lo que concierne al impacto shock de la oferta monetaria convencional en el mercado de crédito. Lo anterior es una característica importante dado que **garantiza que los resultados obtenidos en este trabajo no han sido impuestos por construcción**⁵⁴.

53: Además, se importe la ortogonalidad de los shocks.

54: En su trabajo, los autores demuestran que, a diferencia de los métodos preexistentes, el algoritmo de identificación propuesto garantiza el carácter agnóstico en lo que respecta a las variables no restringidas.

5 Cuadros

Cuadro 5.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	2,2	1,5	2,4	2,4	2,5	2,4
Eurozona	-0,8	-0,2	0,9	1,5	1,6	1,9
Alemania	0,6	0,4	1,6	1,4	1,7	1,8
Francia	0,2	0,7	0,2	1,2	1,3	1,6
Italia	-2,8	-1,8	-0,3	0,6	1,0	1,4
España	-2,6	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
Reino Unido	1,2	2,2	2,9	2,3	1,8	1,9
Latam *	2,9	2,6	0,7	-0,5	-1,0	1,7
México	4,0	1,4	2,1	2,4	2,2	2,6
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,9	-3,0	0,9
Eagles **	5,8	5,5	5,2	4,6	4,7	4,9
Turquía	2,1	4,2	3,0	4,0	3,9	3,9
Asia Pacífico	5,8	5,8	5,6	5,5	5,3	5,1
Japón	1,7	1,5	0,0	0,5	0,8	0,8
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,4	5,8
Asia (ex. China)	4,3	4,3	4,2	4,3	4,4	4,5
Mundo	3,4	3,3	3,4	3,1	3,2	3,4

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.2

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,13	2,02	2,49
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,54	0,47	0,75

Fecha de cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,91	0,89
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,10	1,12
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,49	1,66
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	118,44	128,50
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,23	6,63	6,99

Fecha de cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	2,00
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00
China	6,00	6,00	5,60	4,35	4,10	3,60

Fecha de cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 5.5

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

	2013	2014	2015	2016	2017
PIB a precios constantes	-0,2	0,9	1,5	1,6	1,9
Consumo privado	-0,6	0,8	1,7	1,7	1,8
Consumo público	0,2	0,8	1,3	1,5	1,1
Formación bruta de capital fijo	-2,5	1,4	2,6	3,1	3,8
Inventarios (*)	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-0,6	0,9	1,6	1,9	2,0
Exportaciones (bienes y servicios)	2,2	4,1	4,9	2,7	3,6
Importaciones (bienes y servicios)	1,4	4,5	5,6	3,9	4,0
Demanda externa (*)	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,1
Precios					
IPC	1,4	0,4	0,0	0,2	1,3
IPC subyacente	1,3	0,9	0,8	1,0	1,5
Mercado laboral					
Empleo	-0,7	0,6	1,0	1,1	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	12,0	11,6	10,9	10,1	9,6
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,6
Deuda (% PIB)	91,1	92,0	90,7	90,4	88,8
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,1	2,5	3,2	3,2	3,0

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 5.6

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

	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Actividad					
PIB real	-1,7	1,4	3,2	2,7	2,7
Consumo privado	-3,1	1,2	3,1	2,6	2,4
Consumo público	-2,8	0,0	2,7	1,6	1,8
Formación Bruta de Capital	-3,6	4,8	7,0	3,6	4,5
Equipo y Maquinaria	4,0	10,6	10,2	5,5	4,7
Construcción	-7,1	-0,2	5,3	3,1	4,1
Vivienda	-7,2	-1,4	2,4	2,8	4,4
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,6	3,7	2,6	2,6
Exportaciones	4,3	5,1	5,4	4,4	5,6
Importaciones	-0,3	6,4	7,5	4,4	6,0
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,2	-0,5	0,1	0,0
PIB nominal	-1,1	1,0	3,8	3,6	4,9
(Miles de millones de euros)	1031,3	1041,2	1081,2	1120,3	1175,5
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	1,5	3,2	2,7	2,6
PIB sin construcción	-1,0	1,5	3,0	2,7	2,5
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,8	2,5
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,8	18,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,3	1,1	3,0	2,4	2,2
Productividad apartente del factor trabajo	1,6	0,3	0,2	0,3	0,4
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,6	1,3
Deflactor del PIB	0,6	-0,4	0,6	0,9	2,2
Remuneración por asalariado	1,7	-0,6	0,5	1,8	1,1
Coste laboral unitario	0,2	-0,8	0,3	1,5	0,7
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,4	2,1	2,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	99,2	99,6	98,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,6	-5,8	-5,0	-3,9	-2,9
Hogares					
Renta disponible nominal	-0,8	0,9	2,3	3,6	3,3
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,2	9,8	9,6	10,6	9,8

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa
(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2016.

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fuente: 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 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

Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

Ignacio Belenguer
ignacio.belenguer@bbva.com
+34 91 757 52 78

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

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

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
+34 638 80 85 04

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

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

José Félix Izquierdo
jfelix.izquierd@bbva.com

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

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

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
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.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
alvaro.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
Depósito Legal: M-31254-2000