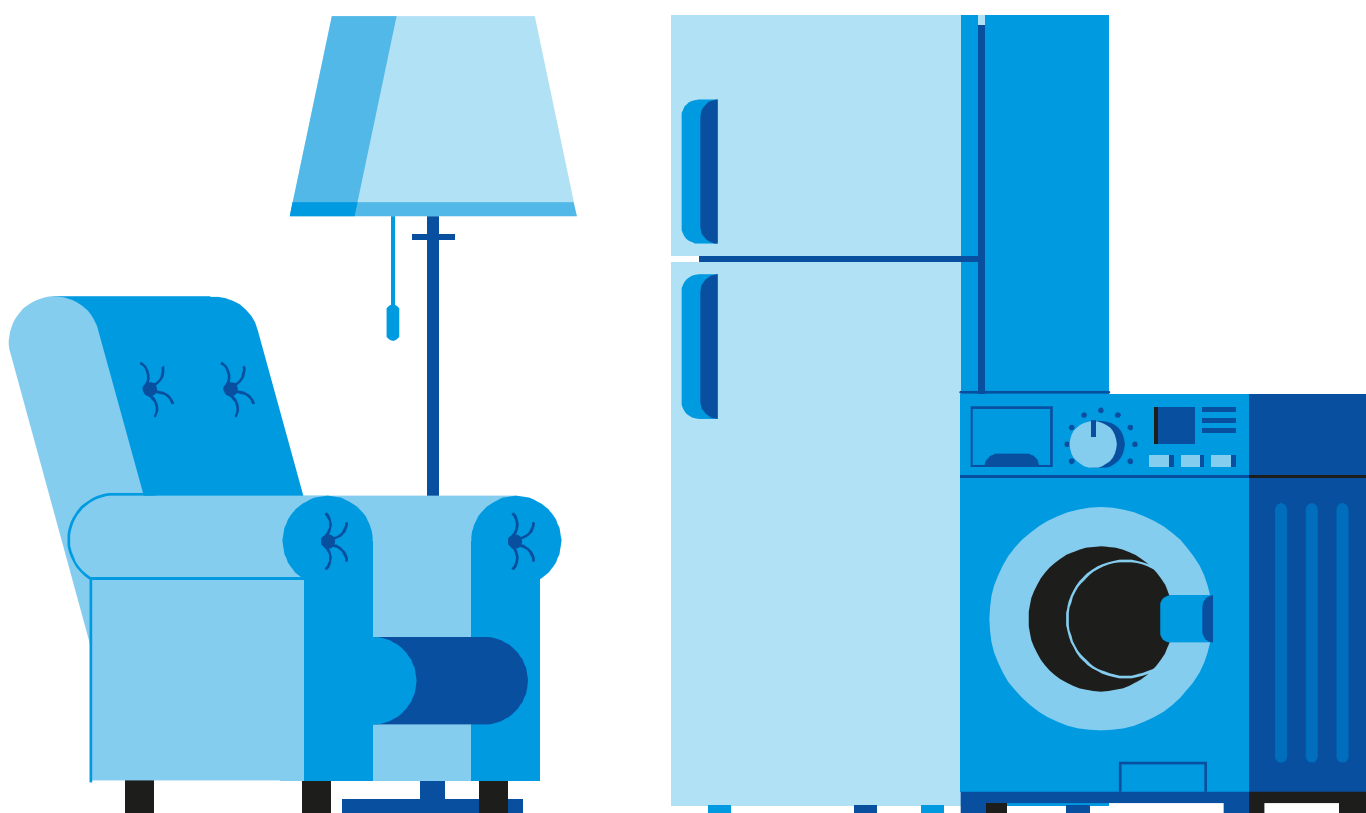


Situación Consumo

1^{ER} SEMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA



01
El consumo privado actúa como soporte de la recuperación en la primera mitad del año

02
El aumento de la financiación impulsa la demanda de bienes duraderos

03
Las perspectivas son favorables y se apoyan en más renta, crédito y riqueza no financiera

04
La incertidumbre sobre la política económica podría restar más de un punto al crecimiento del consumo hasta 2017

Índice

1 Resumen	3
2 Perspectivas de crecimiento de la economía española	5
Recuadro 1. ¿Cómo afecta la incertidumbre sobre la política económica al consumo de los hogares?	8
3 Coyuntura de los bienes duraderos	17
4 Financiación al consumo	28
Recuadro 2. La respuesta regulatoria a la digitalización del crédito al consumo en España	32
5 Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la Encuesta BBVA de Tendencias de Negocio. Primer semestre del 2016	36

Fecha de cierre: 17 de junio de 2016

1 Resumen

La recuperación de la economía española ha continuado durante el primer semestre de 2016, en línea con lo anticipado en la anterior publicación de Situación Consumo¹. A pesar de la incertidumbre externa e interna, el crecimiento económico se ha estabilizado en torno al 3% anualizado en la primera mitad del año en curso. Entre los factores que han contribuido a la recuperación destacan, a nivel externo, los bajos precios del petróleo, el aumento de la demanda europea y la política monetaria del BCE. En el ámbito doméstico, la creación de empleo, la mejora de las condiciones de financiación del sector privado y el avance en la corrección de los desequilibrios han favorecido las decisiones de consumo e inversión. Hacia delante, los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación. El crecimiento del PIB rozará el 6% acumulado en el bienio 2016-2017, un ritmo suficiente para crear alrededor de un millón de puestos de trabajo y situar la tasa de paro por debajo del 18% al final del periodo.

El consumo privado ha actuado como soporte de la actividad en el primer semestre. Las variables que determinan el gasto de los hogares han evolucionado favorablemente. La renta disponible de las familias habría vuelto a aumentar, tanto por el efecto de la creación de empleo sobre el componente salarial como por la rebaja de la tarifa del IRPF. El descenso de los pasivos financieros y al avance del precio de la vivienda habrían atenuado el efecto de la caída de las cotizaciones bursátiles sobre la riqueza neta. En consecuencia, el crecimiento del consumo privado habría superado el 3% anualizado en el primer semestre.

La expansión de la financiación al consumo ha contribuido al incremento del gasto de los hogares. Desde noviembre del pasado año, el crecimiento interanual de las nuevas operaciones a medio y largo plazo ha sobrepasado el 30%. Si bien el saldo vivo de crédito al consumo ha aumentado a tasas de dos dígitos desde marzo, la ratio de apalancamiento se ha mantenido estable en el 5,7% del PIB, en línea con el promedio europeo. Aunque los tipos de interés de los nuevos préstamos a más de un año han vuelto a disminuir, todavía son mayores que los de la UEM.

La evolución del crédito al consumo ha diferido entre canales. La Encuesta BBVA de Tendencias de Negocio (ETN) sugiere que el crecimiento de la financiación en el punto de venta se ha moderado durante la primera mitad de 2016. Los participantes en la ETN consideran que la oferta y la demanda de crédito al consumo han aumentado entre enero y junio, pero mientras que la primera se ha comportado en línea con lo esperado hace seis meses, la segunda ha progresado menos de lo previsto. Los encuestados opinan que la financiación ha crecido en todas las ramas de actividad que integran el comercio minorista y que lo continuará haciendo durante el segundo semestre, aunque a tasas menores que las registradas en 2015. La información procedente de la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito confirma que el crédito al consumo a través del canal prescriptor creció menos que el total en el primer trimestre.

Los bienes duraderos han liderado el crecimiento del consumo en la primera mitad del año. Entre ellos, el automóvil ha jugado un papel central. Las matriculaciones mensuales de turismos han fluctuado en torno a las 95.000 unidades cuando se descuentan las variaciones por causas estacionales, 8.000 más que en la segunda mitad de 2015. La próxima desaparición del PIVE a finales de julio podría estar incentivando el adelantamiento de compras, sobre todo de particulares. Las de empresas y alquiladoras también han aumentado, impulsadas por la mejora de la coyuntura económica y unas perspectivas turísticas favorables.

La mejora de sus fundamentos anticipa un ascenso notable de las ventas de turismos en 2016 y 2017. El crecimiento de la renta per cápita y el descenso del precio relativo de los carburantes, de la tasa de desempleo y de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito al consumo contribuirían a

1: Véase BBVA Research (2015): *Situación Consumo. Segundo semestre 2015*. BBVA, Madrid. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-consumo-segundo-semestre-2015/>

incrementar en torno al 14% las matriculaciones de turismos en 2016 hasta 1.180.000 unidades. En 2017, la demanda avanzaría alrededor del 8% hasta 1.280.000 turismos dado el crecimiento esperado de la renta de los hogares y la caída de la tasa de paro y de los precios de financiación.

Por su parte, **la recuperación del mercado de motocicletas continúa.** En el conjunto del año, la creación prevista de empleo, el aumento de la financiación y la necesaria renovación del parque compensarán las repercusiones negativas de los cambios regulatorios adoptados desde 2009, por lo que las ventas rozarían las 145.000 unidades, en torno a un 5% más que en 2015. La previsión ascendería hasta las 150.000 motocicletas matriculadas en 2017. Con todo, el crecimiento sostenido de los últimos dos años tan solo ha permitido al sector recuperar un 30% de la demanda perdida durante la crisis.

La facturación del sector del mueble también ha repuntado durante el inicio del año en curso. El aumento de la inversión en vivienda y la recuperación de la capacidad adquisitiva de los hogares han impulsado la demanda de mobiliario. De hecho, el dinamismo de la cifra de negocios es tal que los crecimientos de los últimos dos trimestres se sitúan entre los más elevados de los últimos quince años. No obstante, la facturación del sector apenas representa la mitad de la que existía a comienzos del año 2007.

En contraste, **el aumento de la demanda de artículos de línea blanca se ha ralentizado.** Tanto la facturación como el número de unidades vendidas suavizaron su ritmo de expansión en el 1S16. La ralentización de las ventas ha sido generalizada, e incluso tres familias de electrodomésticos -frigoríficos, congeladores y, sobre todo, cocinas- han contribuido negativamente, lo que demora la convergencia a los niveles precrisis. De hecho, ningún producto ha recuperado la demanda anterior a la Gran Recesión.

Por último, **las ventas de artículos de electrónica de consumo han impulsado la facturación de la línea marrón.** Mientras que la demanda de equipamiento TIC se ha moderado durante el inicio de 2016, el gasto en artículos de electrónica de consumo ha repuntado, apoyado en el incremento de las compras que tradicionalmente precede a la celebración de un evento deportivo de magnitud como el Campeonato Europeo de Fútbol entre el 10 de junio y el 10 de julio. Durante los próximos trimestres, la complementariedad en el consumo de los equipos TIC multifuncionales (ordenadores, tabletas y teléfonos móviles) acelerará el proceso de sustitución de los reproductores de imagen y sonido tradicionales.

Las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo positivas a pesar del aumento de la incertidumbre sobre las medidas de política económica que serán adoptadas durante los próximos años. Como pone de manifiesto el Recuadro 1, la incertidumbre sobre la política económica podría restar más de un punto al crecimiento acumulado del consumo privado entre 2016 y 2017. Con todo, el gasto de los hogares aumentará **alrededor del 2,7% en 2016. En 2017 se moderará hasta el 2,4%** a medida que los factores transitorios que han incentivado el gasto de las familias durante el año en curso desaparezcan, como la rebaja fiscal, o jueguen un papel menos relevante que en el pasado, como el bajo coste del petróleo.

El flujo de crédito seguirá aumentando y sustentará el consumo a medio plazo, sobre todo de bienes duraderos. En este contexto, **la digitalización de la financiación al consumo permite a las entidades dar respuesta a las necesidades de los consumidores de forma ubicua.** Sin embargo, la respuesta regulatoria al reto digital es incompleta. Como indica el Recuadro 2, las autoridades se enfrentan a la difícil tarea de encontrar un equilibrio entre la protección de los consumidores, la estabilidad financiera y las ventajas de la innovación.

2 Perspectivas de crecimiento de la economía española

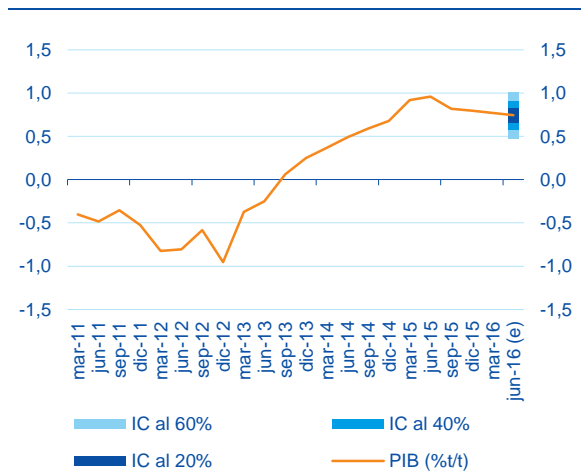
El crecimiento se mantiene elevado, pero muestra signos de desaceleración

La recuperación de la economía española ha continuado durante el inicio de 2016. Los datos de Contabilidad Nacional correspondientes al primer trimestre confirmaron que el PIB aumentó el 0,8% respecto al cuarto del pasado año. A pesar de la incertidumbre externa, caracterizada por la volatilidad financiera, la debilidad del ciclo económico global y las tensiones geopolíticas, y la interna, asociada a las medidas de política económica que serán adoptadas durante los próximos años, la información disponible² anticipa un crecimiento trimestral del 0,7% en el 2T16 (véase el Gráfico 2.1).

Como se observa en el Gráfico 2.2, **la demanda interna continúa actuando como soporte de la actividad.** De hecho, su contribución superó las expectativas durante el primer trimestre del año³. Por el lado de la demanda privada, destacó el avance del consumo de los hogares (0,9% t/t), de la inversión en maquinaria y equipo (1,3% t/t) y de la construcción residencial (1,2% t/t). Para el segundo trimestre, las previsiones de BBVA Research sugieren que estas tendencias no variarán significativamente.

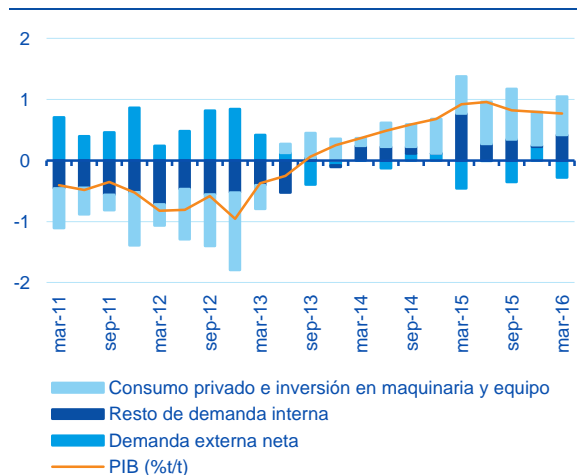
En contrapartida, la evolución de la demanda exterior ha decepcionado durante el arranque del año, con el estancamiento de las exportaciones de bienes y la caída de las de servicios (-1,7% t/t). Aunque en el escenario más probable se estima una recuperación de la coyuntura exportadora a partir del 2T16, no se puede descartar una prolongación de la atonía en las ventas al exterior, en particular de las de bienes.

Gráfico 2.1
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



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

Gráfico 2.2
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



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

2: Véase el Observatorio Económico de España de junio de 2016, disponible en: <https://goo.gl/4LOV4m>

3: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 1T16 se encuentra disponible en: <https://goo.gl/5Z6Tu2>

Hacia delante, los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación durante el presente bienio⁴. Tanto en 2016 como en 2017 el PIB crecerá el 2,7%, un ritmo suficiente para crear alrededor de un millón de puestos de trabajo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17,5% al final del periodo (véase el Cuadro 2.1)⁵.

La expansión de la actividad se apoyará en factores internos y externos. La economía global seguirá creciendo gradualmente lo que, junto con los bajos precios del petróleo y el tipo de cambio favorable, elevarán el volumen de exportaciones durante el presente bienio⁶. Igualmente, el tono expansivo de la política monetaria incentivará el gasto interno. A nivel doméstico, la mejora 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 2.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que se saldará, probablemente, con una **aportación marginal de la demanda externa neta al crecimiento**.

Cuadro 2.1.

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2015	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,3	2,8	3,4	3,5	3,4	3,0	2,4	2,2
G.C.F Privado	2,5	2,9	3,5	3,5	3,7	3,1	2,6	2,4
G.C.F AA. PP.	1,5	2,5	3,0	3,7	2,6	2,7	1,6	1,8
Formación Bruta de Capital Fijo	6,1	6,3	6,7	6,4	5,2	6,4	4,1	4,5
Equipo y Maquinaria	8,3	10,1	11,2	10,9	9,8	10,2	5,5	4,7
Construcción	6,2	5,2	5,2	4,6	3,1	5,3	3,1	4,1
Vivienda	2,9	2,6	2,1	2,2	3,3	2,4	2,8	4,4
Otros edificios y Otras Construcciones	8,8	7,3	7,6	6,4	2,9	7,5	3,3	3,9
Demanda nacional (*)	3,1	3,4	4,1	4,1	3,8	3,7	2,6	2,6
Exportaciones	5,8	6,0	4,5	5,3	3,7	5,4	4,4	5,6
Importaciones	7,6	7,4	7,2	7,7	5,4	7,5	4,4	6,0
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,2	-0,7	-0,6	-0,4	-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	3,2	3,8	3,6	4,9
Pro-memoria								
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	3,2	3,0	2,4	2,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

4: La descripción detallada del escenario económico de BBVA Research para el bienio 2016-2017 se encuentra en la sección 3 de la revista Situación España del segundo trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/C5Pgcd>

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

6: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Observatorio Económico de BBVA Research correspondientes al segundo trimestre de 2016, disponibles en: <https://goo.gl/C7KVGn> y <https://goo.gl/sVMZsO>

En este contexto, las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo positivas. La creación de empleo, el descenso de la tarifa del IRPF 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, como pone de manifiesto la Sección 4, 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. Como resultado, **el consumo privado aumentará alrededor del 2,7% en 2016. En 2017 se moderará hasta el 2,4%** a medida que los factores transitorios que han incentivado el gasto de las familias durante el año en curso desaparezcan, como la rebaja fiscal, o jueguen un papel menos relevante que en el pasado, como el bajo coste del petróleo.

Riesgos a la baja en el escenario

Si bien se espera 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.** Entre los primeros, se advierten los asociados a la desaceleración de las economías emergentes -principalmente, China y los países exportadores de petróleo- y el consecuente incremento de la volatilidad financiera.

A nivel doméstico, la incertidumbre continúa, y es probable 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 0,6pp en 2017 al crecimiento del PIB⁷. **En el caso de consumo de los hogares, el impacto de esta fuente de incertidumbre sería ligeramente más pronunciado** (0,5pp en 2016 y 0,7pp en 2017), lo que sugiere un menor lastre para otros componentes de la demanda (véase el Recuadro 1).

Por otro lado, **la desviación del déficit público respecto al objetivo de estabilidad en 2015 fue mayor que la esperada hace seis meses**, y a la luz de los datos conocidos para el arranque de 2016, se mantienen las dudas respecto a la capacidad de ajuste de algunas administraciones para alcanzar las metas durante el presente bienio. Esto último, junto con la sanción que podría proponer la Comisión Europea por haber incumplido el objetivo de déficit de 2015, mermarían la credibilidad del Gobierno español e incidirían en la capacidad para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior.

7: 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>

Recuadro 1. ¿Cómo afecta la incertidumbre sobre la política económica al consumo de los hogares?

En un artículo reciente⁸, BBVA Research mostraba que la incertidumbre sobre la política económica en España durante los próximos años repercute negativamente sobre el crecimiento del PIB. Entre los agentes que se ven afectados por los cambios en la incertidumbre cobran especial relevancia los hogares, dado el papel que juegan sus decisiones de gasto como determinantes de la actividad. Por ello, **el objetivo de este recuadro es cuantificar el impacto de la incertidumbre política sobre el consumo privado.**

Para comprender cómo la incertidumbre sobre la política económica condiciona el gasto de los hogares es necesario conocer sus canales de transmisión⁹. Los consumidores pueden alterar sus patrones de gasto y ahorro si tienen dudas sobre cómo las medidas de política económica influirán en su renta futura¹⁰. Por ejemplo, la posibilidad de que la presión fiscal sobre un determinado bien o servicio cambie puede motivar un adelantamiento o un aplazamiento de su demanda. Además, las repercusiones sobre el consumo pueden diferir en función del tipo de producto. La incertidumbre puede incrementar la preferencia de los consumidores por la liquidez, lo que desincentivaría la adquisición de bienes duraderos¹¹.

Más allá de su efecto directo sobre la demanda de las familias, la incertidumbre política puede afectar indirectamente al consumo a través de sus consecuencias sobre la oferta agregada. Así, las empresas pueden alterar sus planes de inversión, de contratación y de despido cuando el grado de incertidumbre sobre la política económica cambia,

lo que condiciona, tarde o temprano, las decisiones de consumo de los hogares¹².

Para **identificar las señales tempranas de incertidumbre política**, primero se aíslan los componentes idiosincráticos a España de un conjunto de variables financieras, reales, de expectativas y de incertidumbre. A continuación, se estima un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) que cuantifica su impacto sobre el consumo.

Los resultados muestran que la incertidumbre sobre la política económica incide negativamente sobre el consumo. En particular, se constata que esta fuente de incertidumbre estaría restando 0,5pp en 2016 y 0,7pp en 2017 al crecimiento del gasto de los hogares. Este impacto supera al estimado por BBVA Research para la economía en su conjunto (0,3pp y 0,6pp del PIB en 2016 y 2017, respectivamente), lo que sería consistente con un menor lastre para otros componentes del PIB.

Componente idiosincrático e incertidumbre

Con el objetivo de **identificar los shocks de incertidumbre sobre la política económica**, se ha seleccionado un grupo de indicadores que, conjuntamente, puede capturar su efecto sobre las expectativas de crecimiento de la economía: el índice de incertidumbre de política económica (EPU, por su acrónimo en inglés)¹³, la prima de riesgo del bono español a 10 años respecto al alemán y el indicador de confianza industrial.

Para analizar cómo la incertidumbre política condiciona las decisiones de consumo, se han incluido dos indicadores que miden las

8: Recuadro 1 de BBVA Research (2016).

9: Un resumen de los canales de transmisión de la incertidumbre se puede consultar en Haddow *et al.* (2013).

10: Véanse Carroll (1997) y Carroll y Samwick (1997), entre otros.

11: Mishkin (1976, 1978) plantea las causas y discute los efectos del carácter ilíquido de los bienes de consumo duradero. Para el caso español, véase BBVA Research (2009).

12: Véase Bloom (2009) y Baker, Bloom y Davis (2015).

13: El EPU se construye a partir del número de artículos publicados en periódicos locales que contienen simultáneamente términos relacionados con incertidumbre, economía y política. Véase Baker, Bloom y Davis (2015).

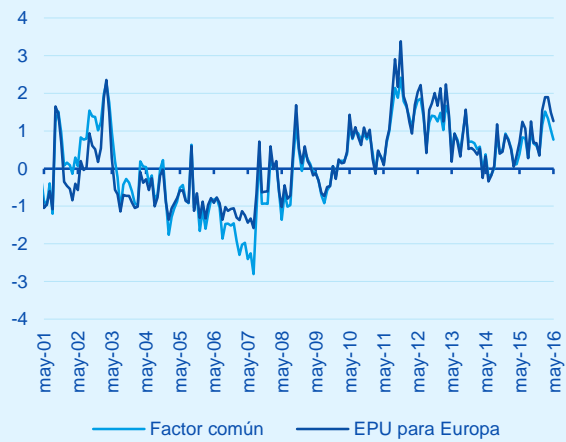
perspectivas e incertidumbre de los hogares sobre su situación económica, elaborados a partir de la encuesta armonizada a consumidores: la diferencia entre el porcentaje de individuos que piensan que su situación económica va a mejorar y el porcentaje de quienes opinan que va a empeorar (es decir, el saldo de respuestas) y el grado de divergencia de dichas respuestas, que aproxima la incertidumbre del consumidor¹⁴.

Debido al nivel de integración de España en Europa, la incertidumbre sobre la política económica puede no estar explicada únicamente por fenómenos propios del país. Por ello, **se ha aislado el componente idiosincrático a España de cada variable**¹⁵. El Gráfico R.1.1 muestra, a modo de ejemplo, la evolución del EPU para Europa y del factor común para los países incluidos en el ejercicio¹⁶. La similitud de la dinámica de ambas variables da indicios de una correcta identificación de los movimientos comunes a Europa que se encuentran tras los indicadores de las series de cada país. Los resultados son cualitativamente similares para las restantes variables.

Conviene relacionar la evolución de la parte idiosincrática a España del EPU con distintos sucesos políticos ocurridos en los últimos años. Como se observa en el Gráfico R.1.2, los incrementos coinciden con algunos de los acontecimientos que, efectivamente, suscitaron tensiones en el país. Se aprecia que **la convocatoria de elecciones generales no ha reflejado incrementos significativos del EPU, con la excepción de las celebradas en diciembre del 2015**. De hecho, para encontrar un aumento de magnitud similar al de enero de 2016 hay que remontarse a los sucesos relacionados con la invasión de Irak en 2003.

Gráfico R.1.1

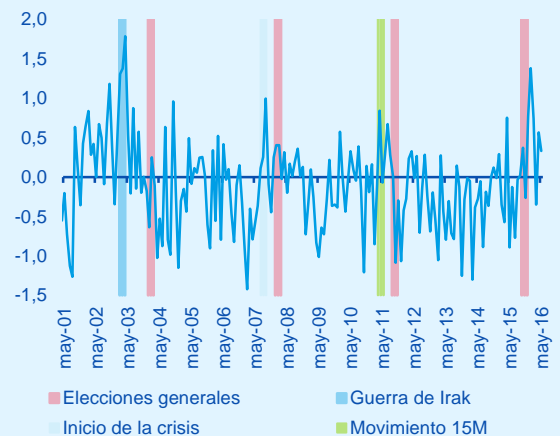
EPU: factor común a Europa e indicador para el grupo de países seleccionados (datos normalizados)



Fuente: BBVA Research a partir de Baker *et al.* (2015)

Gráfico R.1.2

España: componente idiosincrático del EPU (datos normalizados)



Las áreas sombreadas se corresponden a un período de tres meses alrededor de cada suceso político.

Fuente: BBVA Research a partir de Baker *et al.* (2015)

El Gráfico R.1.3 ilustra la evolución del componente idiosincrático a España de los indicadores relacionados con las expectativas de los consumidores. Desde mediados de 2014, se aprecia una recuperación de las perspectivas sobre la situación económica del hogar y,

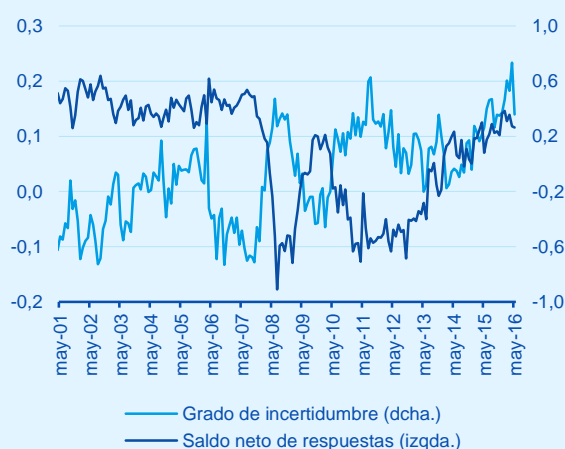
14: La Comisión Europea publica los resultados de la encuesta armonizada a consumidores con periodicidad mensual. La métrica de incertidumbre ha sido construida teniendo en cuenta la propuesta por Bachmann, Elstner y Sims (2013). Para más detalles véase el Anexo 1.

15: Para la identificación del componente idiosincrático de cada variable se han utilizado modelos de factores dinámicos. En la estimación del factor común a Europa se incluyen, en general, los siguientes países: España, Italia, Portugal, Reino Unido, Alemania, Francia y Grecia. Para más detalles sobre la metodología, véase BBVA Research (2016).

16: Cabe aclarar que el índice para Europa no se incluye como "país" adicional en la estimación del modelo.

simultáneamente, un mayor desacuerdo respecto a ellas, lo que sugiere un repunte del grado de incertidumbre. El componente idiosincrático de la incertidumbre sobre las expectativas de los hogares alcanzó su máximo en abril de 2016, en línea con el incremento de la incertidumbre sobre la política económica observado en los primeros meses del año en curso.

Gráfico R.1.3
Componente idiosincrático de las expectativas de los agentes respecto a la situación financiera del hogar (datos normalizados)



Fuente: BBVA Research a partir de CE

Efectos sobre el consumo privado de un shock de incertidumbre sobre la política económica

Los componentes idiosincráticos a España de las variables mencionadas se han utilizado para estimar los efectos sobre el consumo de cambios en la incertidumbre sobre la política económica mediante modelos SVAR identificados con restricciones de signo¹⁷. En concreto, se han contemplado cuatro posibles especificaciones econométricas, que se diferencian en el número de variables incluidas y restringidas. Las restricciones de identificación impuestas para cada uno de los modelos estudiados se resumen en el Cuadro R.1.1.

Cuadro R.1.1

Esquema de identificación de shocks de incertidumbre en cada uno de los modelos estudiados

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
EPU	(+)	(+)	(+)	(+)
Prima de riesgo	(+)	(+)	(+)	(+)
Confianza industrial (saldo neto de respuestas)	(-)	(-)	(-)	(-)
Expectativas de los hogares sobre su propia situación financiera				
Saldo neto de respuestas	NI	NR	(-)	(-)
Grado de incertidumbre	NI	NR	NR	(+)

NI: Variable no incluida; NR: Variable no restringida
Fuente: BBVA Research

El modelo 1, por ejemplo, replica las condiciones mínimas de identificación impuestas en BBVA Research (2016) para cuantificar el impacto de la incertidumbre de política económica sobre la actividad: se asume que aumentos de la incertidumbre afectan simultánea y negativamente a la evolución de los componentes idiosincráticos del EPU, de la prima de riesgo y de la confianza industrial.

En los restantes modelos se añaden los indicadores vinculados a las expectativas de los hogares para explorar cómo esta fuente de incertidumbre condiciona su gasto en consumo. Mientras que en el modelo 2 no se incluyen restricciones adicionales a las previamente descritas, en los modelos 3 y 4 se caracterizan shocks de incertidumbre de política económica que, de forma inequívoca, impactan rápidamente en las expectativas de los hogares respecto a su situación financiera: deterioran el saldo neto de respuestas y/o el grado incertidumbre asociado a dichas respuestas¹⁸.

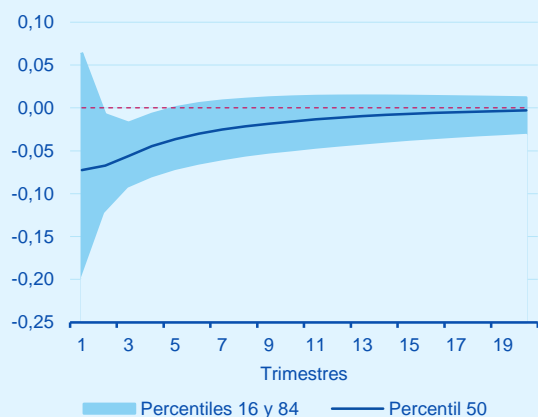
17: La metodología, introducida inicialmente por Faust (1998), Uhlig (1999 y 2005) y Canova y De Nicoló (2002) para analizar los shocks de política monetaria consiste, en líneas generales, en estimar un VAR en forma reducida y luego introducir las restricciones en los signos de las funciones de impulso-respuesta de ese VAR para identificar los shocks que se quieren estudiar y obtener una representación estructural del VAR.

18: Cabe señalar que ninguna de las especificaciones econométricas consideradas establece restricción alguna en lo que respecta a la respuesta del consumo, supuesto necesario para garantizar que los resultados no han sido impuestos por construcción.

Los resultados indican que aumentos en la incertidumbre de política económica tienen un impacto negativo sobre el consumo de los hogares. Tomando como referencia la especificación que incluye los indicadores de expectativas de las familias¹⁹ (modelo 2), las funciones de impulso-respuesta muestran que el efecto de un *shock* de incertidumbre política sobre el gasto es estadísticamente significativo a partir del segundo trimestre y se disipa tras cinco trimestres (véase el Gráfico R.1.4).

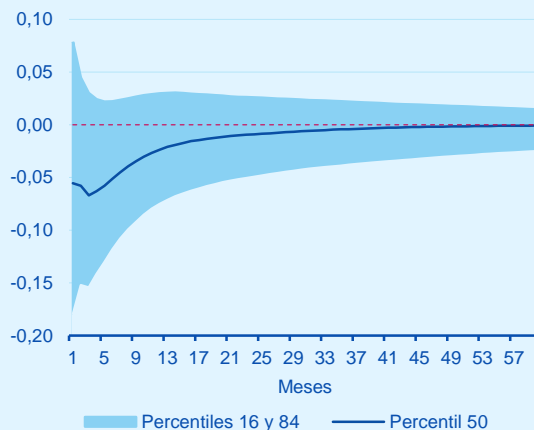
Las repercusiones de la incertidumbre sobre el consumo son relevantes aunque los hogares no anticipen un deterioro de su situación financiera futura como consecuencia del *shock*²⁰, como sugieren los Gráficos R.1.5 y R.1.6. Cuando los *shocks* de incertidumbre de política económica se transmiten instantáneamente a las expectativas de los hogares, el efecto sobre el consumo también aumenta a partir del segundo trimestre, pero tiende a disiparse más lentamente tras nueve trimestres (véanse los Gráficos R.1.7 y R.1.8).

Gráfico R.1.4
España: respuesta del consumo a un *shock* de incertidumbre de política económica bajo las hipótesis del modelo 2 (% t/t)



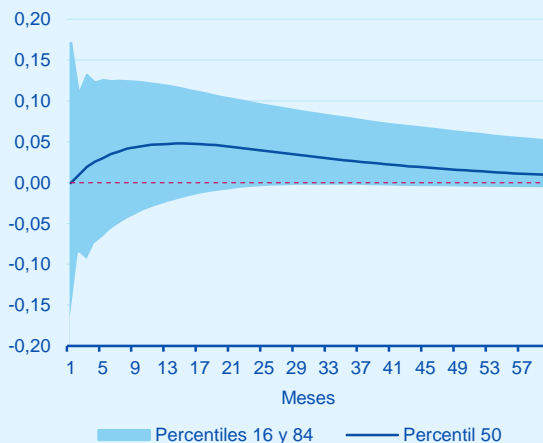
Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.5
España: respuesta de las expectativas de los hogares sobre su situación financiera a un *shock* de incertidumbre de política económica bajo las hipótesis del modelo 2 (saldo de neto de respuestas en desviaciones típicas)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.6
España: respuesta de las expectativas de los hogares sobre su situación financiera a un *shock* de incertidumbre de política económica bajo las hipótesis del modelo 2 (indicador de incertidumbre en desviaciones típicas)



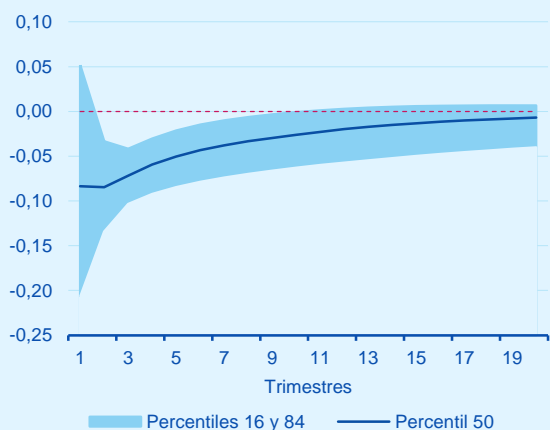
Fuente: BBVA Research

19: En el Anexo 2 se incluyen las funciones de impulso-respuesta de las restantes variables del modelo 2. Los resultados para estas variables en el resto de los modelos estimados son cualitativamente similares y están a disposición del lector interesado.

20: Los resultados para el modelo 1, que no incluye la parte idiosincrática de los indicadores de expectativas de los consumidores, también revelan caídas significativas del consumo ante los *shocks* de incertidumbre de política económica.

Gráfico R.1.7

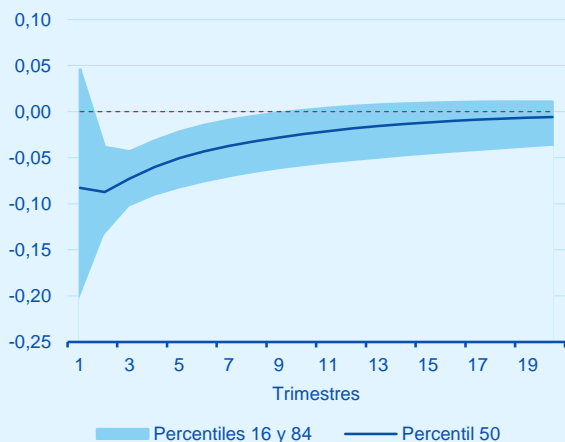
España: respuesta del consumo a un shock de incertidumbre de política económica bajo las hipótesis del modelo 3 (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.8

España: respuesta del consumo a un shock de incertidumbre de política económica bajo las hipótesis del modelo 4 (% t/t)



Fuente: BBVA Research

En resumen, **los resultados sugieren que aumentos de la incertidumbre impactan directamente sobre la demanda de las familias e indirectamente a través de la oferta agregada.** Aunque las perspectivas financieras de los consumidores no sufran en el corto plazo, el deterioro de la actividad termina transmitiéndose al gasto en consumo por otros canales. Cuanto más inmediato y significativo sea el efecto del *shock* sobre las perspectivas de los consumidores, mayor y más persistente será el deterioro del consumo.

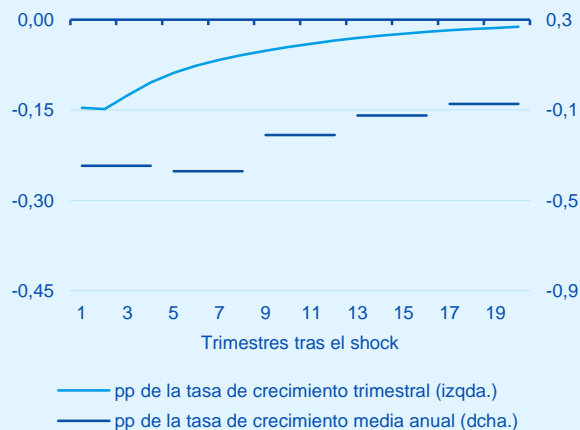
Respuesta del consumo al reciente aumento de la incertidumbre de política económica

Lo inédito del escenario político español dificulta valorar la persistencia y magnitud final del actual episodio de incertidumbre de política económica. Por ello, **se han realizado tres ejercicios de simulación que tienen por objeto ilustrar los posibles efectos sobre el consumo.**

El primer ejercicio consiste en simular el incremento de la incertidumbre sobre la política económica observado en enero de 2016 (mes siguiente a las elecciones generales) asumiendo que en los meses posteriores hubiese remitido. Los resultados de este ejercicio indican que el efecto sobre la tasa de crecimiento del consumo respecto a un escenario sin aumento de la incertidumbre hubiera sido de -0,3pp el primer año y de -0,4pp el segundo (véase el Gráfico R.1.9).

Gráfico R.1.9

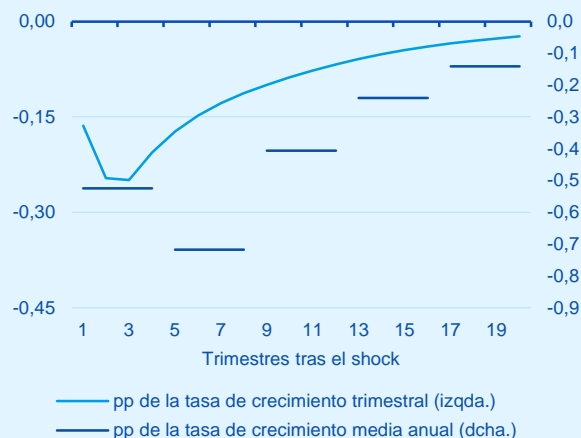
España: respuesta del consumo al aumento de la incertidumbre de política económica registrado en enero (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.10

España: respuesta del consumo al aumento de la incertidumbre de política económica registrado hasta mayo (pp)



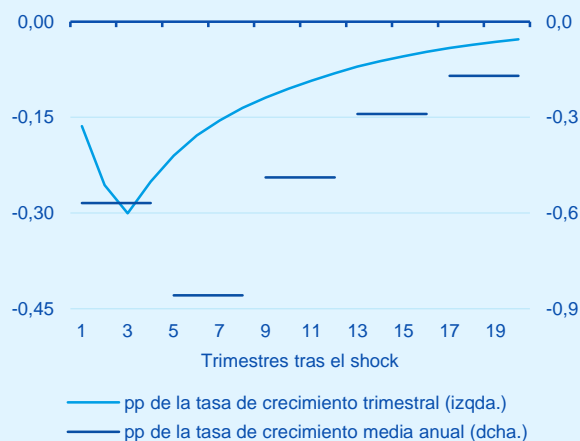
Fuente: BBVA Research

En el segundo ejercicio se estudian las consecuencias de que el incremento de incertidumbre no haya remitido aún, tomando como punto de partida los *shocks* registrados hasta mayo de 2016. Los resultados indican que los efectos acumulados sobre el consumo serían mayores y más persistentes que los descritos para el caso anterior. **Se estima una disminución de la tasa de crecimiento del consumo de los hogares de 0,5pp y 0,7pp durante el primer y segundo año, respectivamente** (véase el Gráfico R.1.10). Estos resultados superan ligeramente a los obtenidos para el PIB (0,3pp y 0,6pp en 2016 y 2017), lo que es consistente con un menor impacto de la incertidumbre política sobre otros componentes de la demanda final o uno mayor sobre las importaciones.

En el tercer ejercicio se valoran las repercusiones que pudiera tener la prolongación del elevado nivel de incertidumbre hasta pasadas las próximas elecciones generales. Para ello, se asume que el nivel de incertidumbre alcanzado hasta mayo se mantiene durante el mes de junio. En este caso, se estima que, respecto al escenario en ausencia de *shocks*, el crecimiento acumulado del gasto durante los dos primeros años sería 1,5pp menor (véase el Gráfico R.1.11).

Gráfico R.1.11

España: respuesta del consumo a un aumento de la incertidumbre de política económica prolongado hasta junio (pp)



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research

Con todo, **los resultados obtenidos son orientativos y deben ser interpretados con cautela**. Por un lado, las bandas de confianza que revelan las estimaciones son relativamente amplias. Por otro, la magnitud final y la duración de los *shocks* inducidos por la incertidumbre política actual son inciertas, por lo que las simulaciones presentadas tienen un objetivo meramente ilustrativo. En todo caso, la comparación entre las tres simulaciones indica que el coste asociado a la persistencia de la incertidumbre es elevado.

Conclusiones

La incertidumbre sobre las medidas de política económica que serán adoptadas durante los próximos años ha aumentado significativamente durante el primer semestre de 2016. Los hogares destacan entre los agentes que se ven afectados por este aumento. Por ello, **en este recuadro se cuantifica el impacto de la incertidumbre política sobre el consumo privado**.

Los resultados de las simulaciones indican que la incertidumbre sobre la política económica podría estar restando hasta 1,2pp al crecimiento acumulado del consumo entre 2016 y 2017. Este impacto supera el estimado por BBVA Research para el conjunto de la

economía (0,9pp del PIB), lo que sería consistente con una menor incidencia de la incertidumbre política sobre otras partidas de la demanda final y/o un mayor efecto sobre las importaciones.

No obstante, es necesario interpretar estos resultados con cautela, ya que **el carácter inédito del escenario político español dificulta la valoración sobre la persistencia y magnitud final de los shocks inducidos por el actual episodio de incertidumbre de política económica**. Las simulaciones realizadas permiten concluir que, en todo caso, el coste asociado a una mayor persistencia de la incertidumbre es elevado.

Referencias

- Bachmann, R., S. Elstner y E. R. Sims (2013): "Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 5 (2), 217-249.
- Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis (2015): "Measuring Economic Policy Uncertainty", NBER Working Paper No. 21633. Última versión (mar-2016) disponible en: <http://www.policyuncertainty.com/>
- BBVA Research (2009): *Situación Consumo. Segundo semestre 2009*. BBVA. Madrid. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-consumo-segundo-semester-2009/>
- (2016): *Situación España. Primer trimestre 2016*. BBVA. Madrid. Disponible en <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-primer-trimestre-2016/>
- Bloom, N. (2009): "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, Vol. 77 (3), 623-685.
- Carroll, C. D. (1997): "Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112 (1), 1-55.
- Carroll, C. D., y A. A. Samwick (1997): "The nature of precautionary wealth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 (1), 41-72.
- Comisión Europea (2013): "Using survey data for measuring uncertainty", European Business Cycle Indicators – 3th quarter 2013, Brussels.
- Faust, J. (1998): "The Robustness of Identified VAR Conclusions about Money", *Carnegie Rochester Series en Public Policy*, Vol 49, 207-244.
- Gieseck, A. (2014): "Measuring uncertainty – including survey measures", Presentation at EU workshop on recent developments in business and consumer surveys, Brussels, 14 November 2014.
- Haddow, A., C. Hare, J. Hooley y T. Shakir (2013): "Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?", *Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q2*, 100-110.
- Mishkin, F. S. (1976): "Illiquidity, consumer durable expenditure, and monetary policy", *American Economic Review*, 66 (4), 642-654.
- (1978): "Consumer sentiment and spending on durable goods", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1978 (1), 217-232.
- Uhlig, H. (1999): "What are the Effects of Monetary Policy: Results from Agnostic Identification Approach", Tilburg University Working Paper, 9928.
- (2005): "What are the Effects of Monetary Policy on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52 (2), 381-419.

Anexo 1

Siguiendo la argumentación de la Comisión Europea (2013), la idea que subyace a la utilización de la encuesta armonizada a consumidores (EAC) radica en la hipótesis de que una mayor divergencia en las expectativas sobre su situación económica (o la de su país) debería ser un síntoma de una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la economía.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este trabajo se ha adoptado el índice de incertidumbre (INC_t) propuesto por Bachmann *et al.* (2010), que se define como sigue:

$$INC_t = ((F_t^+ + F_t^-) - (F_t^+ + F_t^-)^2)^{1/2}$$

donde, F_t^+ y F_t^- representan, respectivamente, las fracciones de individuos que responden con una valoración positiva o negativa a una pregunta concreta de la encuesta. En el caso que nos atañe, la pregunta seleccionada es la siguiente:

P.2. En los próximos 12 meses, ¿cómo espera que cambie la situación económica de su hogar?

Va a:

Mejorar mucho.

Mejorar un poco.

Permanecer estacionaria.

Empeorar un poco.

Empeorar mucho.

No sabe.

En consecuencia, F_t^+ y F_t^- se definen:

$$F_t^+ := \{\text{Mejorar mucho, Mejorar un poco}\}$$

$$F_t^- := \{\text{Empeorar mucho, Empeorar un poco}\}$$

Según esta métrica, la incertidumbre es mínima cuando los encuestados eligen la misma respuesta (i. e., cuando hay plena concordancia sobre la evolución futura) y aumenta a medida que lo hace la divergencia, hasta alcanzar su valor máximo cuando la fracción de individuos que creen que su situación económica va a mejorar se equipara a la de individuos que opinan lo contrario.

Gieseck (2014) propone una medida alternativa de incertidumbre (INC_t^*) que tiene en cuenta la proporción de individuos que opinan que su situación económica se mantendrá estable (F_t^-),

$$INC_t^* = ((F_t^{+*} + F_t^{-*}) - (F_t^{+*} + F_t^{-*})^2)^{1/2}$$

donde

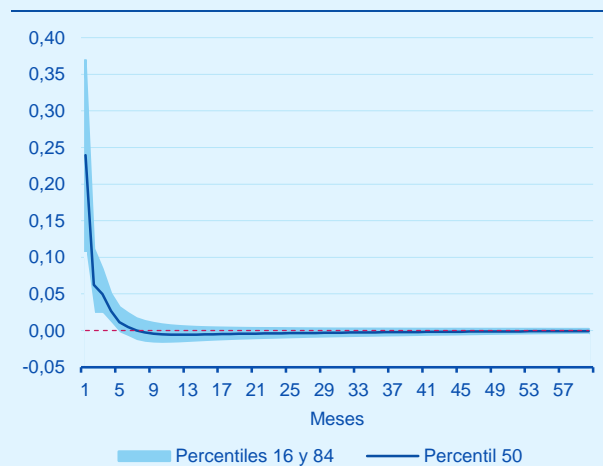
$$F_t^{+*} = F_t^+ \frac{100}{100 - F_t^-}; \quad F_t^{-*} = F_t^- \frac{100}{100 - F_t^-}$$

Los resultados obtenidos en este trabajo no varían significativamente cuando se utiliza como variable de incertidumbre la métrica de Gieseck (2014), ni cuando se tienen en cuenta las expectativas de consumidores sobre la situación económica general del país (pregunta P.4. en la EAC). Las pruebas de robustez están a disposición del lector bajo petición a los autores.

Anexo 2. Gráficos adicionales de Impulso
Respuesta bajo las hipótesis del modelo 2

Gráfico R.1.A.1

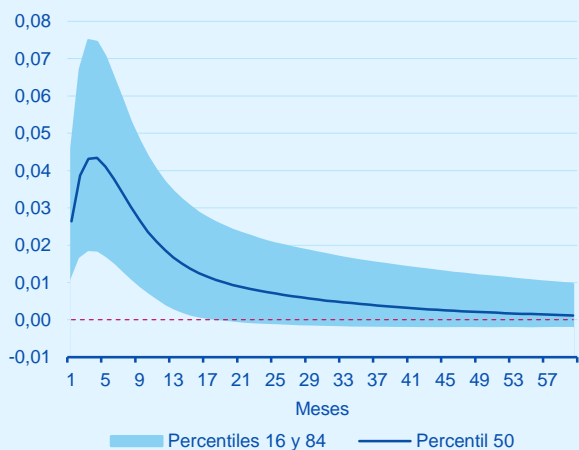
España: respuesta del componente idiosincrático del EPU a un shock de incertidumbre de política económica



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.A.2

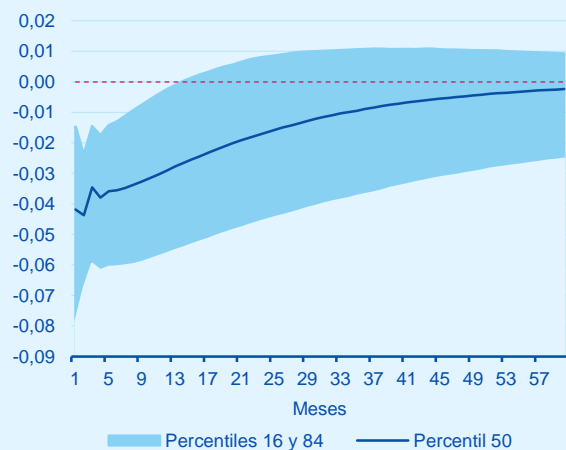
España: respuesta del componente idiosincrático de la prima de riesgo a un shock de incertidumbre de política económica



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.A.3

España: respuesta del componente de la confianza industrial a un shock de incertidumbre de política económica



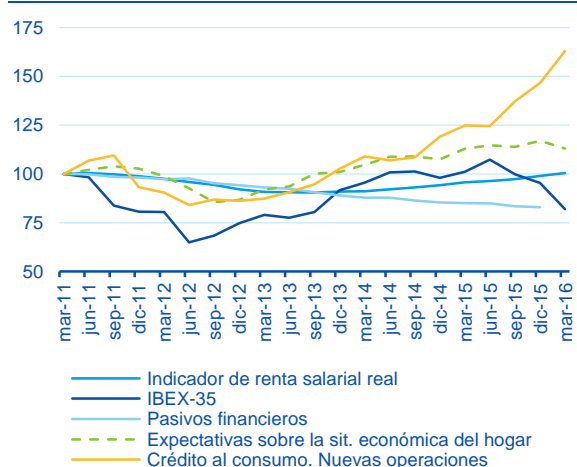
Fuente: BBVA Research

3 Coyuntura de los bienes duraderos

El consumo privado mantuvo su dinamismo durante el primer trimestre de 2016. Los datos de Contabilidad Nacional confirmaron que el gasto de los hogares aumentó el 0,9% t/t entre enero y marzo, una décima más que en el trimestre precedente. Si bien los indicadores parciales de demanda, tanto de bienes como de servicios, no anticipaban una aceleración del crecimiento, las variables que determinan el consumo evolucionaron favorablemente. Así, la renta disponible de las familias habría vuelto a aumentar, 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 crecimiento²¹. Por el contrario, la caída de las cotizaciones bursátiles habría reducido la contribución de la riqueza neta al aumento del gasto por segundo trimestre consecutivo, pese al descenso previsto de los pasivos financieros y al avance del precio de la vivienda. Además, la percepción de los hogares sobre la situación económica retrocedió durante el 1T16 (véase el Gráfico 3.1).

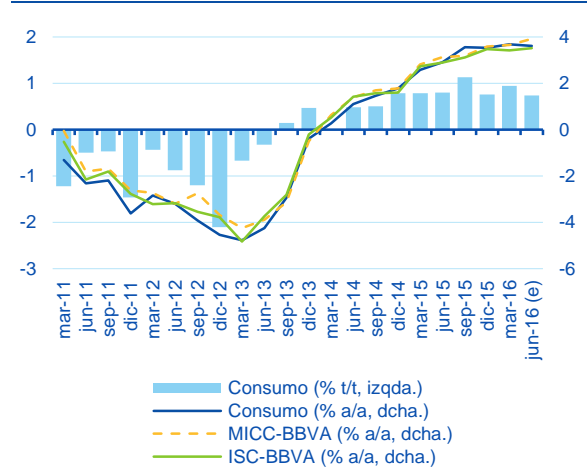
Los indicadores disponibles del segundo trimestre sugieren que el consumo privado sigue creciendo. Tanto el indicador sintético de consumo (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo (MICC-BBVA) señalan que el gasto de los hogares podría incrementarse entre el 0,7% t/t y el 1% en el 2T16, más de lo esperado hace seis meses (véase el Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
España: determinantes del consumo
(Datos CVEC, 1T11 = 100)



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

Gráfico 3.2
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



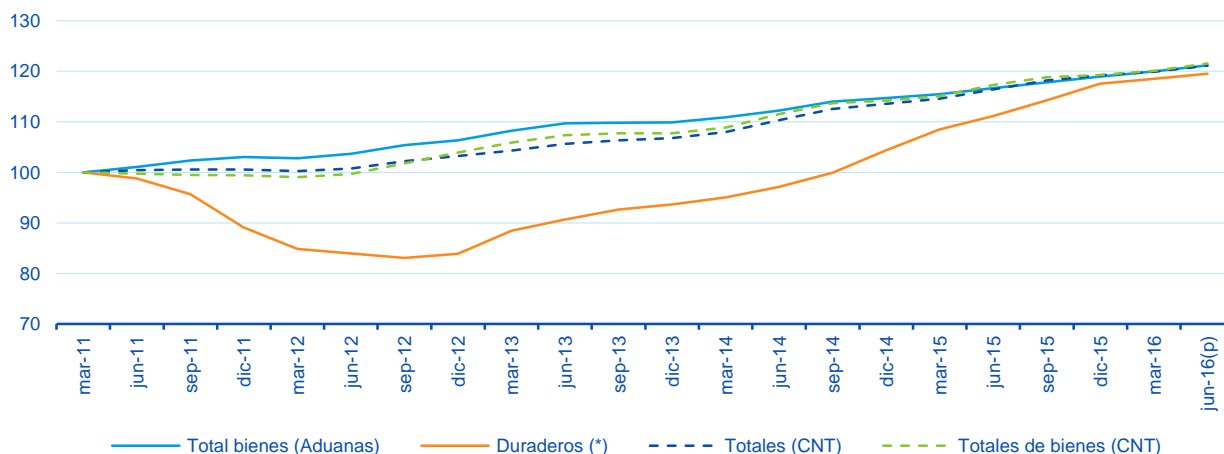
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda externa de bienes acompañó a la doméstica entre enero y marzo. Como muestra el Gráfico 3.3, las exportaciones reales de bienes²² aumentaron el 0,8% t/t en el 1T16. Si bien ralentizaron su crecimiento, las ventas de duraderos²³ siguieron contribuyendo a la recuperación de las exportaciones. El componente tendencial de las exportaciones de bienes duraderos se incrementó el 0,8% t/t entre enero y marzo, favorecido por el avance de la economía europea²⁴. En consecuencia, la participación de los duraderos en las exportaciones totales de bienes se mantuvo en torno al 13%, todavía

21: Véase la Sección 4.
22: Componente ciclo-tendencia estimado por BBVA Research.
23: Los bienes duraderos incluyen los electrodomésticos, los artículos de electrónica de consumo, el equipamiento informático, el mobiliario, las motocicletas y los turismos.
24: Para más detalles, véase el Observatorio Económico Europa de mayo de 2016, disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/eurozona-ligera-revision-del-pib-a-la-baja-pero-la-recuperacion-continua/>

tres puntos por debajo de su nivel precrisis. Las previsiones de BBVA Research sugieren que el crecimiento de las ventas exteriores de duraderos se prolongará durante los restantes trimestres del año en curso.

Gráfico 3.3

España: exportaciones reales (Ciclo-tendencia, 1T11 = 100)

(p): previsión.

(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Demanda de turismos

El crecimiento de las matriculaciones de turismos ha cobrado dinamismo durante el primer semestre del 2016. El número de turismos matriculados cada mes durante el 1S16 ha fluctuado en torno a las 95.000 unidades cuando se descuentan las variaciones por motivos estacionales y de calendario, 8.000 más que en la segunda mitad de 2015 (véase el Gráfico 3.4).

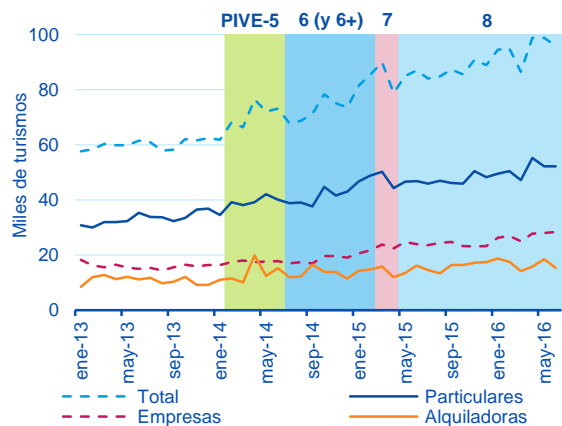
La desaparición del PIVE en julio ha incentivado la demanda de particulares en el segundo trimestre. Las estimaciones de BBVA Research indican que el impacto del plan de achatarramiento sobre el crecimiento de las matriculaciones de turismos ha descendido desde su puesta en marcha en octubre de 2012 (véase el Gráfico 3.5). Sin embargo, el plazo de admisión de reservas del PIVE-8 concluye el 31 de julio²⁵, lo que ha impulsado el adelantamiento de algunas compras y contribuido al repunte de la demanda de particulares desde abril²⁶.

Además del estímulo que ha supuesto el final del PIVE, **el canal profesional también ha favorecido el crecimiento de las matriculaciones de turismos.** La mejora de la coyuntura económica ha incentivado la renovación de flotas de las empresas. Como se aprecia en el Gráfico 3.6, las cifras corregidas de cambios estacionales indican que las ventas corporativas habrían aumentado el 14,1% entre enero y junio respecto al 2S15. Las compañías alquiladoras, apoyadas en unas perspectivas turísticas favorables, habrían matriculado casi un 5% más de turismos durante la primera mitad del año.

25: Real Decreto 1071/2015, de 27 de noviembre, por el que se modifica el Real Decreto 380/2015, de 14 de mayo, por el que se regula la concesión directa de subvenciones del "Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente, PIVE-8".

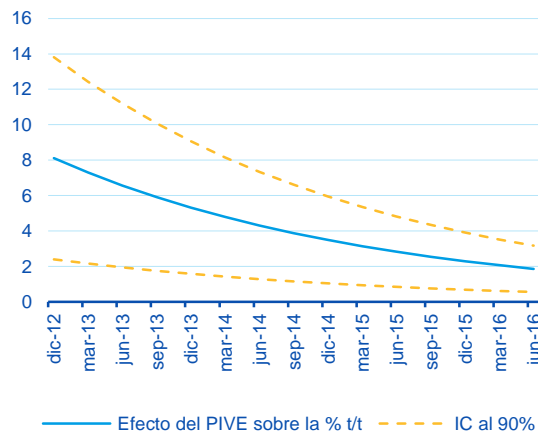
26: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que en ausencia del PIVE se habrían matriculado alrededor de 2.000 turismos menos cada mes durante el primer semestre del 2016, el 4% de las matriculaciones de particulares.

Gráfico 3.4
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

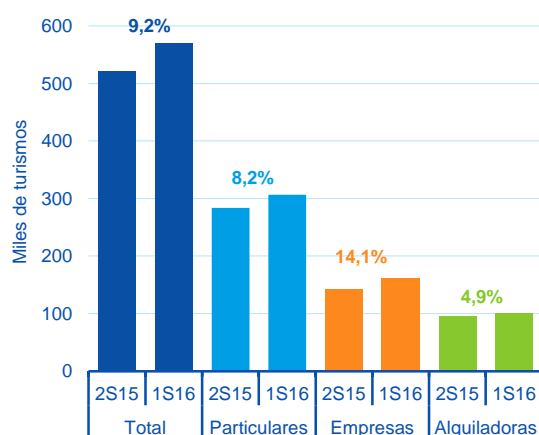
Gráfico 3.5
España: efecto del PIVE sobre la tasa de crecimiento de las matriculaciones de turismos (pp de la tasa de crecimiento trimestral)



Fuente: BBVA Research

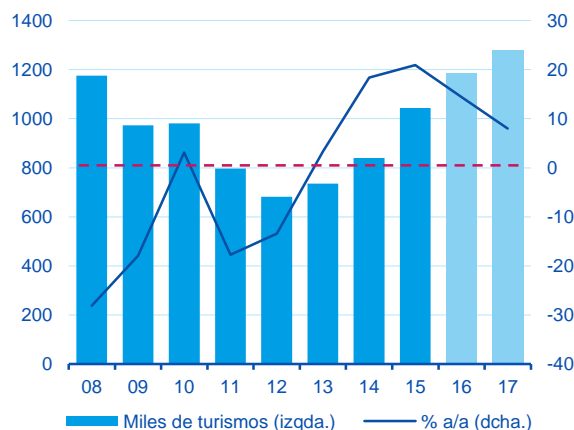
La mejora de sus fundamentos garantiza un ascenso notable de la demanda de turismos en 2016. El aumento de la renta per cápita y el descenso del precio relativo de los carburantes, de la tasa de desempleo y de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito al consumo causarían un incremento en torno al 14% de las matriculaciones de turismos en 2016 hasta 1.180.000 unidades. En 2017, las ventas volverían a crecer alrededor del 8% hasta 1.280.000 turismos dado el ascenso esperado de la renta de los hogares y la caída de la tasa de paro y de los precios de financiación (véase el Gráfico 3.7).

Gráfico 3.6
España: matriculaciones de turismos por canal (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 3.7
España: matriculaciones de turismos (Total anual y variación en %)



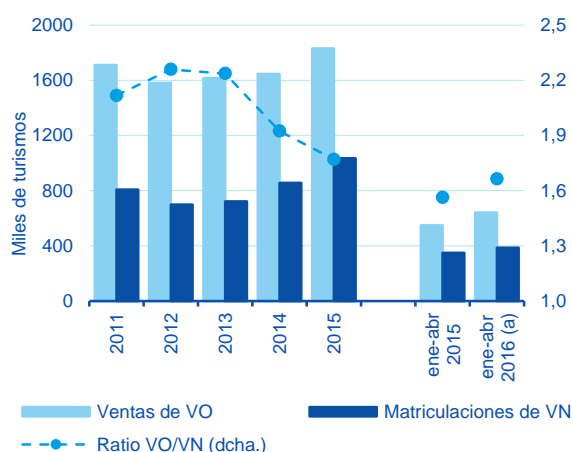
Fuente: BBVA Research

Las adquisiciones de vehículos de ocasión (VO) han seguido creciendo durante los meses transcurridos de 2016. Los datos hasta abril indican que las transacciones de VO aumentaron el 17,3% frente al mismo periodo del año anterior hasta rozar las 385.000 operaciones (seis de cada diez entre particulares). Dado que las matriculaciones de turismos nuevos (VN) se incrementaron el 10,3% a/a en el mismo periodo, la ratio de VO sobre VN aumentó hasta 1,7 turismos de ocasión por cada vehículo nuevo,

una décima más que en los cuatro primeros meses de 2015, pero una menos que en el conjunto del año (véase el Gráfico 3.8).

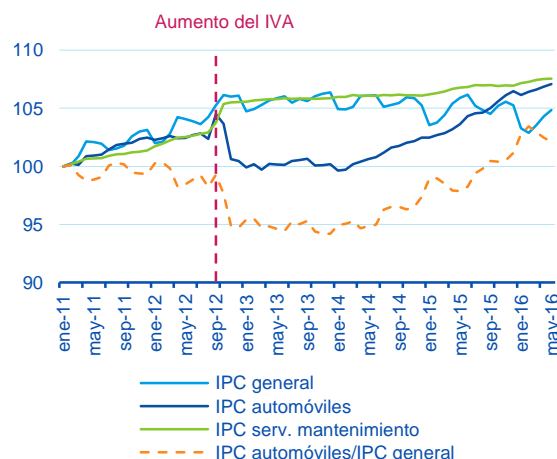
El repunte de la demanda de turismos ha contribuido a elevar su precio durante el 1S16. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, los automóviles se han encarecido el 3,3% durante el último año. Dado que el IPC general se ha reducido un punto en el mismo periodo, el precio relativo de los automóviles ha aumentado el 4,4% desde mayo del pasado año, una cuarta parte durante el primer semestre de 2016 (véase el Gráfico 3.9).

Gráfico 3.8
Ventas de turismos en España: VN vs VO



(a) Avance
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 3.9
España: precios de consumo de automóviles (ene-11 = 100)



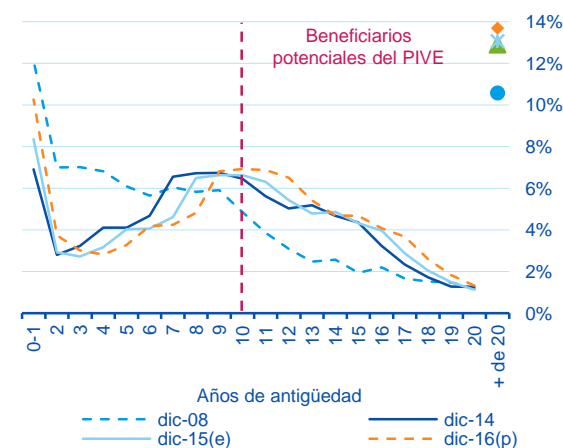
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El parque de turismos ha continuado envejeciendo a pesar del crecimiento de las ventas. Las estimaciones de BBVA Research, ilustradas en el Gráfico 3.10, sugieren que la distribución del parque por antigüedad se ha seguido desplazando hacia la derecha. A finales de 2016, el porcentaje de turismos con diez o más años de antigüedad –es decir, aquellos susceptibles de acogerse al PIVE– podría superar el 60% del parque (13,4 millones de turismos). El efecto del programa y el aumento de las compras de turismos nuevos son insuficientes para compensar el envejecimiento de los más de 10 millones de automóviles matriculados durante los primeros años de la década pasada.

A diferencia de la doméstica, el crecimiento de la demanda externa de turismos se ha ralentizado durante el 1S16. El aumento tendencial de las exportaciones reales de automóviles apenas superó el 1% t/t en la primera mitad de 2016, dos puntos menos que en el 2S15 (Véase el Gráfico 3.11).

Gráfico 3.10

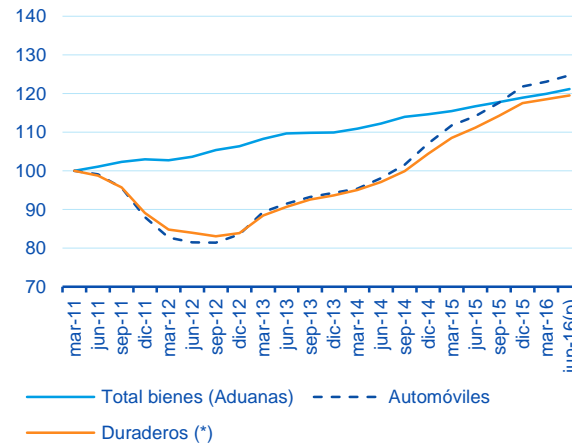
España: distribución del parque de turismos por antigüedad (% sobre el parque total)



Fuente: BBVA Research a partir de DGT

Gráfico 3.11

España: exportaciones reales de automóviles (Ciclo-tendencia, 1T11 = 100)



(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Demanda de motocicletas

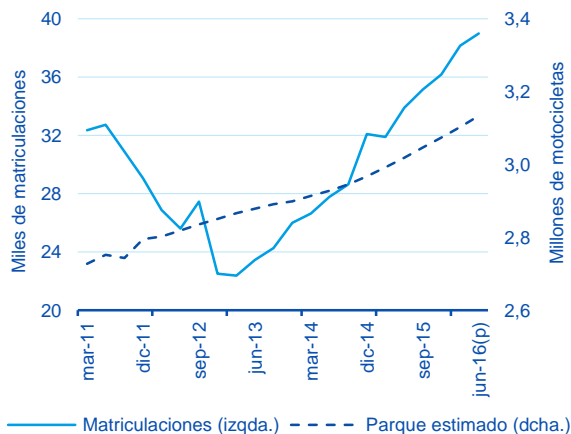
La recuperación de la demanda de motocicletas continúa. Las estimaciones de BBVA Research sugieren que las matriculaciones podrían cerrar el primer semestre del año en curso con un incremento acumulado del 4% respecto al segundo de 2015, una vez descontados los cambios por motivos estacionales (13% a/a). Tras seis años de descensos, tan sólo interrumpidos por el efecto del Plan Moto-E entre junio y noviembre de 2009, las matriculaciones de motocicletas alcanzaron su mínimo durante los primeros compases de 2013. Como refleja el Gráfico 3.12, las ventas iniciaron una senda ascendente en el 2S13 que se aceleró durante 2014 y continuó a lo largo de 2015 y la primera mitad de 2016.

El dinamismo de la demanda de motocicletas se debe, sobre todo, a la mejora de las expectativas de los compradores potenciales –asociada a la creación de empleo–, **al aumento de la financiación y a la necesaria renovación del parque.** En el conjunto del año, el avance previsto de los determinantes de las ventas de motocicletas compensará las repercusiones negativas de los cambios regulatorios²⁷ adoptados desde 2009, por lo que las matriculaciones rozarían las 145.000 unidades, en torno a un 5% más que en 2015. La previsión ascendería hasta las 150.000 motocicletas matriculadas en 2017. Con todo, el crecimiento sostenido de los últimos dos años tan solo ha permitido al sector recuperar un 30% de la demanda perdida durante la crisis.

El precio de los vehículos de dos ruedas ha acompañado a la recuperación de las ventas (véase el Gráfico 3.13). Al igual que en el caso de los automóviles, el precio de las motocicletas y ciclomotores aumentó el 2,2% desde mayo del pasado año, lo que ha supuesto un encarecimiento relativo del 3,3% a/a (0,9% en los meses transcurridos del 1S16) dado el retroceso del nivel general de precios. Por su parte, y a diferencia de la doméstica, la demanda externa ha continuado disminuyendo en la primera mitad del año, en línea con el ajuste de la capacidad instalada que ha tenido lugar en España durante los últimos años (véase el Gráfico 3.13).

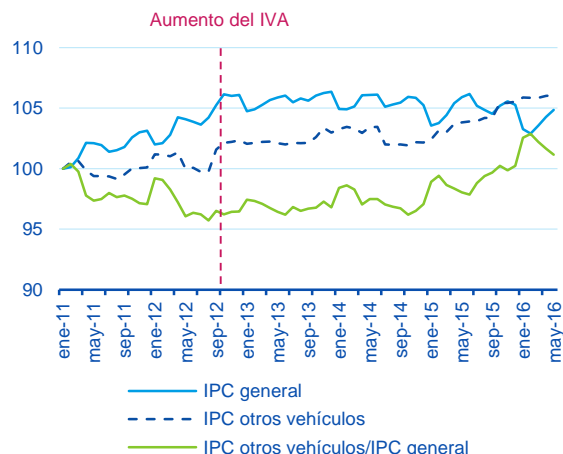
27: En particular, la elevación hasta los 15 años de la edad mínima de obtención del permiso AM y el aumento del coste asociado al sistema progresivo de licencias.

Gráfico 3.12
España: matriculaciones y parque de motocicletas (Datos CVEC)



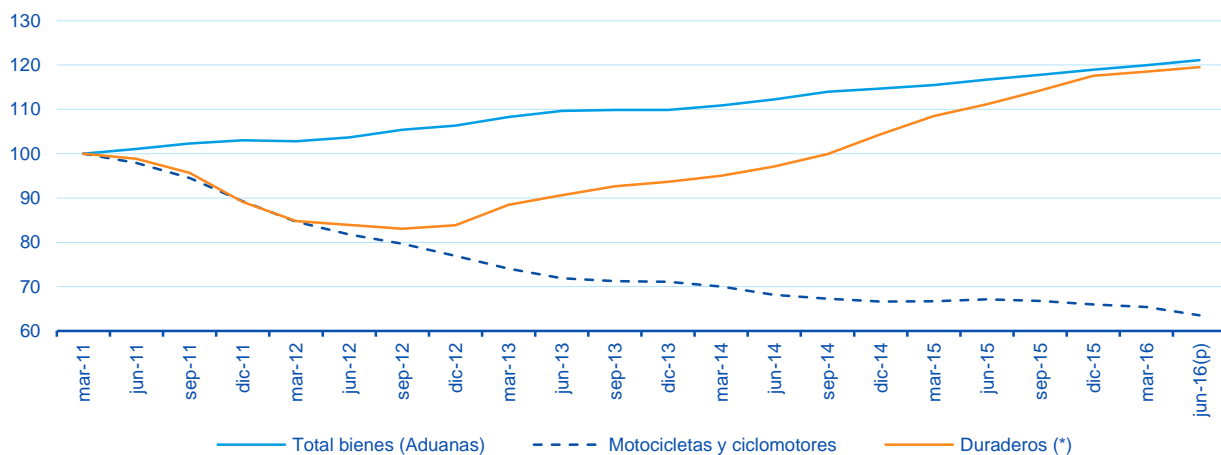
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de DGT y Anesdor

Gráfico 3.13
España: precios de consumo de ciclomotores y motocicletas (ene-11 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.14
España: exportaciones reales de motocicletas y ciclomotores (Ciclo-tendencia, 1T11 = 100)



(p): previsión.
(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Mobiliario

La facturación del sector del mueble ha repuntado durante el primer semestre. El crecimiento tendencial de la cifra de negocios del sector se aceleró dos décimas en el 1T16 hasta el 2,8% respecto al cuarto trimestre del pasado año (véase el Gráfico 3.15). El dinamismo de la facturación es tal que los aumentos de los últimos dos trimestres se sitúan entre los más elevados de los últimos quince años. Con todo, la cifra de negocios del sector –que ha crecido el 18% desde el finales de 2013– todavía se encuentra un 54% por debajo de la que existía a comienzos de 2007.

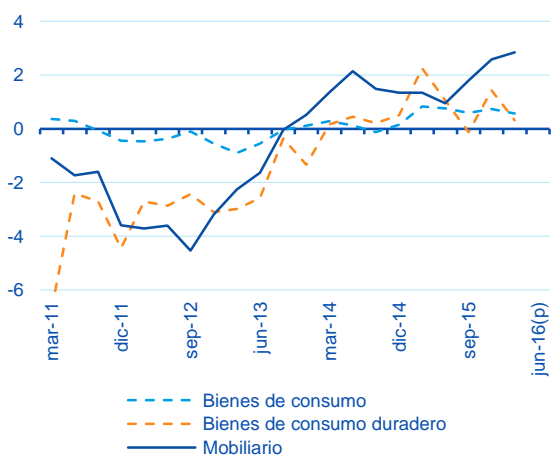
El aumento de la inversión en vivienda ha contribuido a impulsar la demanda de mobiliario. Los datos de Contabilidad Nacional correspondientes al 1T16 revelaron un dinamismo de la inversión residencial por

encima de lo esperado²⁸ (1,2% t/t), lo que se ha traducido en mayores compras de muebles (véase el Gráfico 3.16). La evolución positiva de la demanda externa también favoreció el crecimiento de la facturación. La tendencia de las exportaciones de muebles aumentó el 2,1% t/t en el 1T16, lo que habría causado un sesgo al alza de 1,4 décimas en la tasa de crecimiento trimestral de la facturación (véase el Gráfico 3.17)²⁹.

La recuperación de las ventas de muebles ha repercutido sobre su precio, que ha ascendido el 0,3% durante los meses transcurridos del primer semestre. Durante el último año, el mobiliario se ha encarecido tanto en términos absolutos como en relación con la cesta de consumo promedio. Como ilustra el Gráfico 3.18, el precio relativo de los muebles ha aumentado el 1,8% entre mayo del pasado año y el actual.

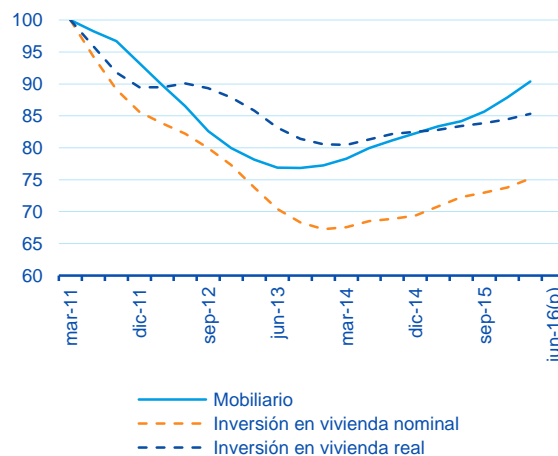
Las previsiones favorables sobre la actividad inmobiliaria sugieren que su contribución al negocio del mueble será positiva durante los próximos trimestres. Al respecto, BBVA Research pronostica un incremento superior al 12% de la inversión nominal en vivienda en el bienio 2016-2017. La recuperación del sector será robusta cuando la demanda de muebles por motivos de renovación despegue. Para ello es necesario que la mejora de la capacidad adquisitiva de los hogares se generalice. De hecho, según los datos de la Encuesta de Condiciones de Vida correspondiente al año 2014, cuatro de cada diez hogares declaran que no pueden permitirse sustituir los muebles estropeados o viejos, casi cinco puntos más que en el 2009.

Gráfico 3.15
España: cifra de negocios (Ciclo-tendencia, % t/t)



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

Gráfico 3.16
España: inversión en vivienda y cifra de negocios del sector del mueble (Ciclo-tendencia, 1T11 = 100)



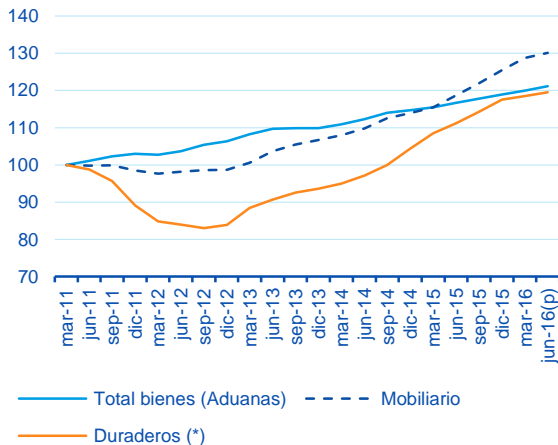
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

28: Véase <https://www.bbva.com/publicaciones/espana-la-contabilidad-nacional-corrobora-la-estabilizacion-del-crecimiento-en-1t16/>

29: Las estimaciones de BBVA Research indican que un crecimiento puntual de la inversión nominal en vivienda en un 1% t/t provoca –*ceteris paribus*– un incremento acumulado de la cifra de negocios del sector del mueble de 0,6pp. El efecto de un aumento equivalente de las exportaciones nominales de muebles es similar (0,7pp).

Gráfico 3.17

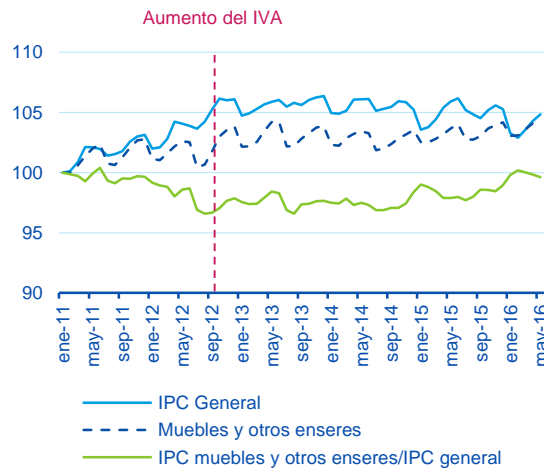
España: exportaciones reales de mobiliario (Ciclo-tendencia, 1T11 = 100)



(p): previsión.
(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 3.18

España: precios de consumo de muebles (ene-11 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Línea blanca

El crecimiento de la demanda de electrodomésticos se ha ralentizado durante el primer semestre del año en curso. Según los datos de la Asociación Nacional de Fabricantes de Electrodomésticos de Línea Blanca (ANFEL), el número de unidades vendidas se incrementó el 2,4% y la facturación, el 3,6% en los cinco primeros meses de 2016 en relación con el mismo periodo del año anterior. Tanto hasta mayo como hasta diciembre de 2015, el aumento de las ventas superó el 10% a/a.

Todas las familias de electrodomésticos experimentaron crecimientos interanuales menores que los registrados en el 2015. Las ventas de lavavajillas (6,8%) aumentaron hasta mayo más que el promedio, seguidas por las de hornos (6,3%) y las de encimeras y campanas (4,3%). En el extremo opuesto se encuentran las de frigoríficos (-1,8%), congeladores (-3,6) y, sobre todo, cocinas, que aceleraron el descenso iniciado en la segunda mitad del pasado año y retrocedieron -25,6% hasta mayo (véase el Gráfico 3.19).

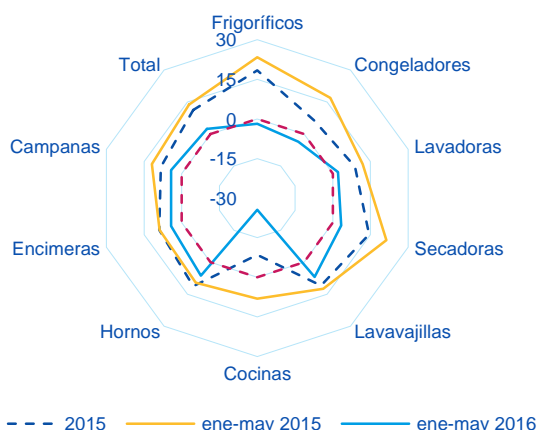
La menor expansión de las ventas demora la convergencia a los niveles precrisis. Como se aprecia en el Gráfico 3.20, ningún producto ha recuperado la demanda anterior a la Gran Recesión. Las ventas de lavadoras y frigoríficos, que han experimentado un mejor desempeño relativo, todavía se sitúan en torno a un 20% por debajo de las cifras de 2006-2007; las de secadoras, congeladores, cocinas y hornos apenas han recuperado entre un 40% y un 20% de la demanda perdida durante la crisis, a pesar del avance de los dos últimos años.

La discreción de la demanda de artículos de línea blanca ha ido acompañada por un ligero descenso de sus precios. Desde mayo del pasado año, el precio de los electrodomésticos se ha reducido el 1,0%, en línea con el descenso del IPC general. No obstante, el coste relativo de la línea blanca ha disminuido el 11,3% desde comienzos del año 2008.

Como se aprecia en el Gráfico 3.21, **la evolución de los precios ha sido heterogénea por tipo de producto.** El abaratamiento prolongado de los frigoríficos, lavadoras y lavavajillas contrasta con el incremento del 0,2% del precio de las cocinas y hornos en los meses transcurridos del primer semestre pese al retroceso significativo de su demanda.

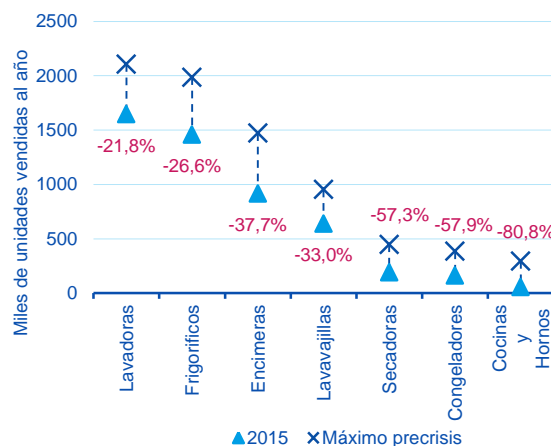
En línea con la doméstica, **la demanda externa de electrodomésticos se ha debilitado durante la primera mitad del año**. El Gráfico 3.22 muestra que las exportaciones reales de línea blanca han quebrado la tendencia ascendente iniciada en 2013 y han disminuido cuatro décimas en el 1S16 respecto al 2S15.

Gráfico 3.19
España: ventas de electrodomésticos por familia (% a/a del número de unidades)



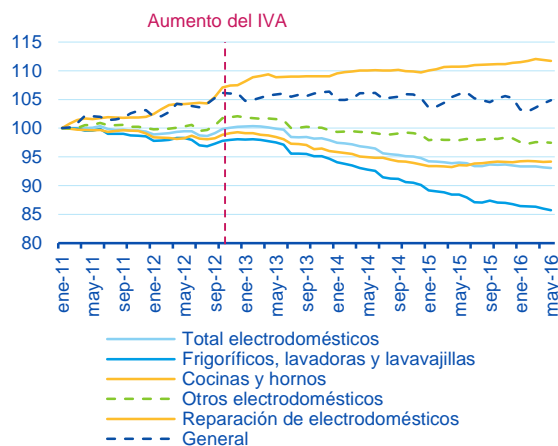
Fuente: BBVA Research a partir de ANFEL

Gráfico 3.20
España: ventas de electrodomésticos (máximos precrisis vs 2015)



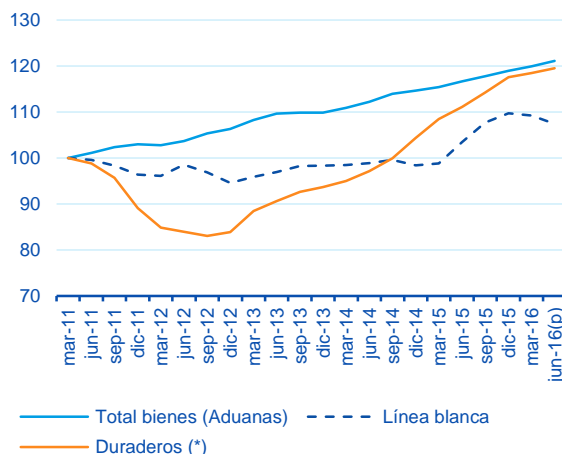
Fuente: BBVA Research a partir de ANFEL

Gráfico 3.21
España: precios de consumo de electrodomésticos (ene-11 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.22
España: exportaciones reales de electrodomésticos (Ciclo-tendencia, % t/t)



(p): previsión.
(*) Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Línea marrón

Al igual que las de línea blanca, **el crecimiento de las ventas de artículos de línea marrón se ha moderado durante el inicio de 2016**. Si bien la facturación del comercio de equipamiento TIC ha encadenado siete trimestres al alza, su crecimiento se ha ralentizado cuatro décimas en los meses transcurridos de 2016 hasta el 0,7% cvec. Por el contrario, las ventas de artículos de electrónica de consumo se aceleraron seis décimas y superaron el 2% cvec hasta abril, apoyadas en el repunte de la

demanda que tradicionalmente precede a la celebración de un evento deportivo de magnitud (en esta ocasión, el Campeonato Europeo de Fútbol entre el 10 de junio y el 10 de julio).

El Gráfico 3.23 revela que **la facturación del comercio de artículos de línea marrón ha aumentado alrededor de un 15% desde septiembre de 2012**, momento en el que tuvo lugar el último incremento del IVA. Pero al igual que los restantes bienes duraderos analizados en esta publicación, las ventas todavía se encuentran lejos de sus cifras precrisis. El comercio de equipamiento TIC ha recuperado casi un 70% de la facturación perdida durante la Gran Recesión, mientras que las ventas de electrónica de consumo son hoy la mitad que las efectuadas en 2007.

El abaratamiento secular de los artículos de línea marrón ha continuado durante el 1S16. Como refleja el Gráfico 3.24, los precios de todos los bienes de electrónica de consumo y equipamiento TIC disminuyeron entre enero y mayo, tanto en términos absolutos como relativos. El descenso de los precios fue especialmente acusado en los equipos informáticos (-5,6%) y de menor magnitud en los fotográficos (-0,1%).

La evolución histórica de los precios del equipamiento TIC ha contribuido a incrementar su tasa de penetración en los hogares. La encuesta sobre equipamiento y uso de las TIC, realizada por el INE, indica que el porcentaje de hogares que disponía de teléfono (tanto fijo como móvil), ordenador (las tabletas y los portátiles, fundamentalmente) o lector de libros electrónicos aumentó durante el pasado año. Por el contrario, los equipos de audio y vídeo vieron reducida su presencia en la vivienda. En particular, destaca el retroceso del porcentaje de hogares que contaba con reproductor de DVD o de aparato de radio. En este grupo, tan solo los aparatos de televisión consolidaron su importancia en el hogar en 2015 (véase el Gráfico 3.25).

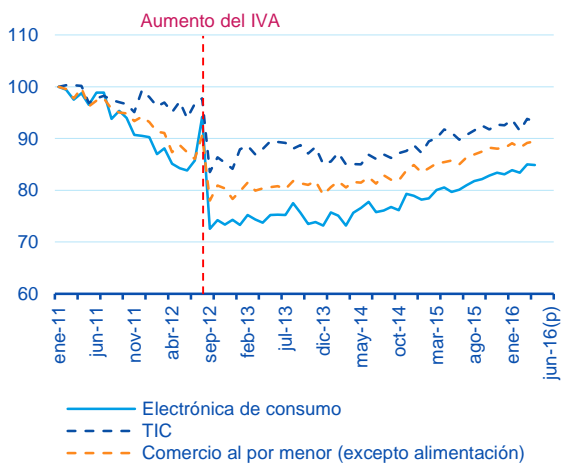
El proceso de sustitución de los reproductores de audio y vídeo tradicionales por equipamiento TIC multifuncional no es un fenómeno reciente. Desde 2008, el descenso de la tasa de penetración de los reproductores de imagen y sonido ha superado los 10pp en el caso de los aparatos de radio, de DVD y las cadenas musicales, hasta rozar los 30pp en los equipos de vídeo. Estos aparatos están siendo reemplazados por los ordenadores, las tabletas y los teléfonos móviles, que han incrementado su presencia en el hogar de forma significativa.

Además, **los equipos TIC multifuncionales son complementarios entre sí.** Los datos del Observatorio Nacional de las Telecomunicaciones y de la Sociedad de la Información³⁰ (ONTSI) indican que los individuos poseen varios dispositivos TIC multifuncionales. Por ejemplo, cuatro de cada diez consumidores que utilizan un teléfono inteligente disponen de ordenador portátil y de tableta, mientras que tan solo dos de cada diez tienen únicamente ordenador portátil.

A diferencia de la doméstica, **la demanda externa de artículos de línea marrón se ha reducido en los meses transcurridos de 2016.** Como ilustra el Gráfico 3.26, el crecimiento tendencial de las exportaciones reales ha sido negativo desde finales de 2015 debido, sobre todo, a la caída de la demanda de equipamiento TIC. En consecuencia, la demanda externa de productos de línea marrón continúa por debajo de su nivel precrisis, al igual que la de línea blanca y la de motocicletas.

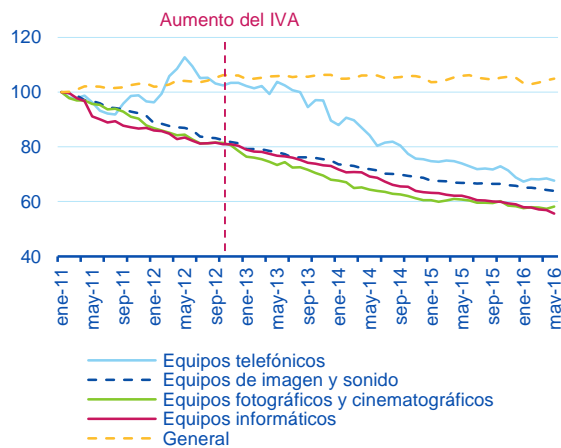
30: Véase ONTSI (2016): *XLIX Oleada del Panel Hogares "Las TIC en los hogares españoles" (3T/2015)*, disponible en <http://goo.gl/7eTjpL>

Gráfico 3.23
España: ventas reales al por menor de artículos de línea marrón (Datos CVEC, ene-11 = 100)



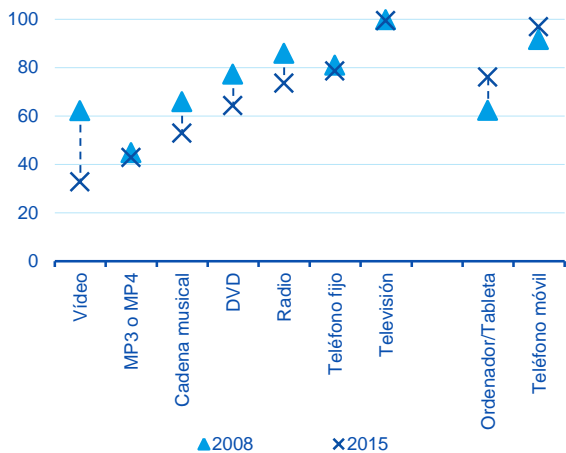
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Gráfico 3.24
España: precios de consumo de artículos de línea marrón (ene-11 = 100)



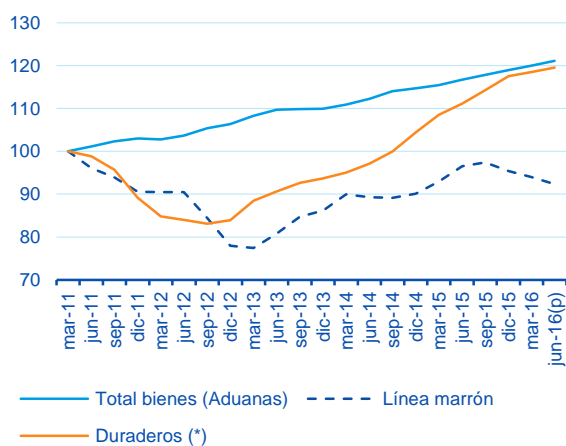
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.25
España: tasa de penetración de artículos de línea marrón (% de hogares)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.26
España: exportaciones reales de artículos de línea marrón (Ciclo-tendencia, % t/t)



(p): previsión.
(*): Electrodomésticos, electrónica de consumo, equipo informático, mobiliario, motocicletas y turismos.
Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

4 Financiación al consumo

La financiación al consumo consolida su crecimiento durante el primer cuatrimestre de 2016. La mejora continuada de la actividad económica, la toma de decisiones de consumo postergadas durante la crisis, el entorno de tipos de interés más favorable para los consumidores, la búsqueda de nichos de rentabilidad por las entidades financieras, las medidas extraordinarias del Banco Central Europeo y la mejora en la calidad crediticia de la cartera componen un entorno optimista para la financiación al consumo. En los próximos meses, las nuevas operaciones de crédito al consumo y el saldo vivo continuarán con la senda creciente, mientras que la ratio de apalancamiento de los hogares se mantendrá estable y en línea con la de la UEM.

El crecimiento del crédito al consumo se acelera al tiempo que los precios disminuyen

Las nuevas operaciones de financiación al consumo (sin incluir otras finalidades) **muestran signos de fortaleza.** Desde noviembre del pasado año, el crecimiento interanual promedio ha superado el 30% hasta alcanzar el 48,6% en abril³¹, lo que apunta a que la tendencia positiva se mantendrá en el segundo trimestre del 2016. Como ilustra el Gráfico 4.1, el incremento del volumen de operaciones de financiación a más de un año compensó el retroceso de aquellas concedidas a plazos menores.

El notable aumento de las nuevas operaciones de crédito al consumo explica el repunte del stock. El saldo vivo de crédito al consumo exhibe tasas de crecimiento interanuales superiores al 7% desde diciembre de 2015. En marzo y abril, el incremento del stock superó el 10% interanual, lo que no ocurría desde mayo de 2008.

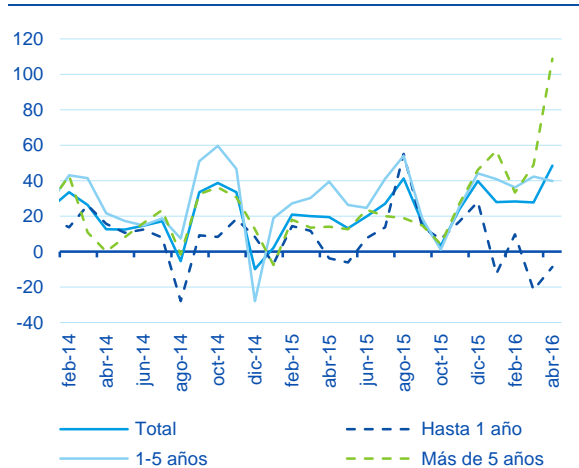
A pesar del aumento de la financiación, **la ratio de crédito al consumo sobre PIB continúa en valores moderados y sostenibles.** El Gráfico 4.2 indica que la ratio de apalancamiento se situó en el 5,7% del PIB en el mes de abril, en línea con la del conjunto de la UEM. En los próximos meses se espera que el endeudamiento se mantenga en niveles similares a los actuales: si bien el crédito al consumo seguirá mostrando signos de firmeza, se prevé que el PIB nominal crezca por encima del 3,5% en 2016.

31: El dato de abril está afectado por las renegociaciones, que multiplicaron por cuatro las firmadas un año antes hasta representar el 9% de las nuevas operaciones de financiación al consumo. Con todo, el crecimiento de las nuevas operaciones excluido el efecto de las renegociaciones alcanzó el 40,0% en abril.

Desde el mes de mayo, el Banco de España ofrece datos sobre la parte correspondiente a las renegociaciones de créditos en el total de nuevas operaciones. El motivo es la entrada en vigor del Reglamento (EU) n°1072/2013 del Banco Central Europeo, de 24 de septiembre y su posterior transposición a la normativa española a través de la Circular 1/2010.

Gráfico 4.1

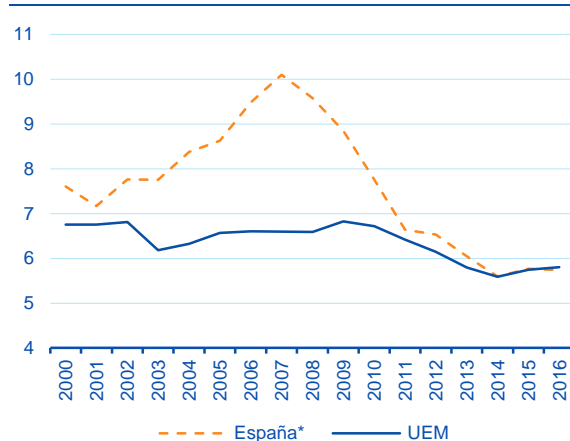
España: evolución de las nuevas operaciones de financiación al consumo (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 4.2

Crédito al consumo sobre PIB (%)



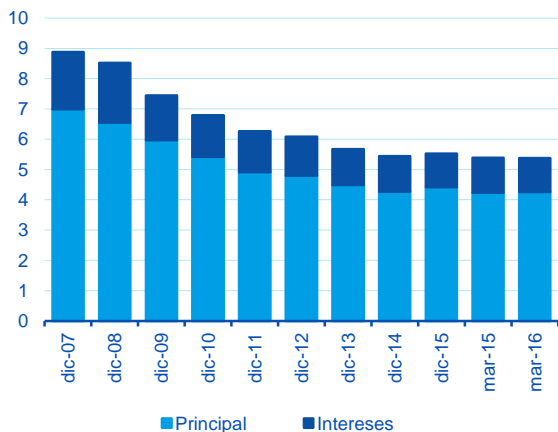
(*) Crédito al consumo gestionado. Incluye titulizaciones
Fuente: BBVA Research a partir de BdE, BCE e INE

La carga financiera que soportan las familias españolas por financiación no destinada a la adquisición de vivienda se estabiliza. En el primer trimestre de 2016 se situó en el 5,4% de la renta bruta disponible (RBD) de los hogares, en línea con la observada el pasado año (véase Gráfico 4.3). Cabe esperar que la carga financiera descienda levemente en los próximos meses tanto por el aumento de la capacidad adquisitiva de las familias como por los menores tipos de interés.

La carga por intereses se mantiene en torno al 1% pese al abaratamiento de las nuevas operaciones. Las medidas extraordinarias de política monetaria y la moderación del riesgo de crédito han provocado un descenso de los precios a través de la reducción del euríbor y de los diferenciales aplicados por las entidades financieras. La tasa de interés media de la nueva financiación al consumo en los cuatro primeros meses de 2016 se ha situado en el 7,9%, 20 puntos básicos (pb) menor que la registrada en el mismo periodo de 2015. En abril descendió hasta el 7,5%, afectada por la elevada cuantía de las renegociaciones, que suelen conllevar tipos de interés más ajustados y la ampliación de los plazos de concesión.

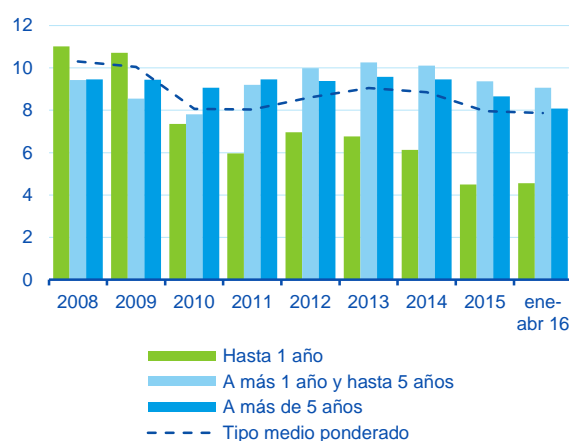
Atendiendo a los distintos plazos de concesión, la evolución de los tipos de nuevas operaciones es dispar. Entre enero y abril las nuevas operaciones a menos de un año se abarataron 20pb. Los precios de los nuevos préstamos con un plazo entre uno y cinco años –donde se acumulan más operaciones– se redujeron 30pb. En las operaciones a más largo plazo la disminución fue mayor y alcanzó los 80pb, probablemente por el efecto de las renegociaciones (véase el Gráfico 4.4). Con todo, los tipos de interés de la nueva financiación al consumo a más de un año siguen siendo casi el doble en España que en el conjunto de la UEM.

Gráfico 4.3
España: carga financiera de los hogares por crédito al consumo (% de su RBD)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

Gráfico 4.4
España: tipos de interés de las nuevas operaciones de financiación de consumo (%)

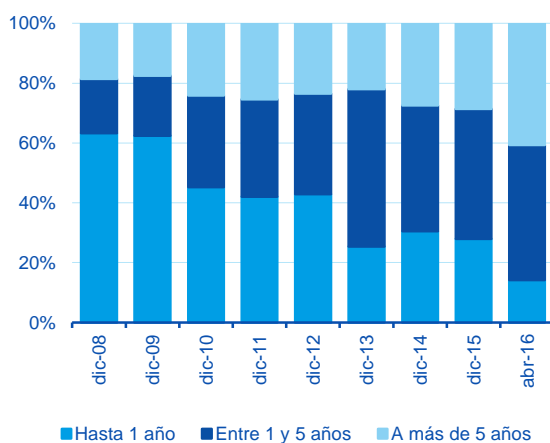


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Los plazos a los que se concede la nueva financiación al consumo se alargan. Como se aprecia en el Gráfico 4.5, los préstamos hasta un año continúan perdiendo importancia respecto a los concedidos a plazos mayores. En España, el 86% de la nueva financiación se concede a plazos superiores a un año, frente al 38% en 2008.

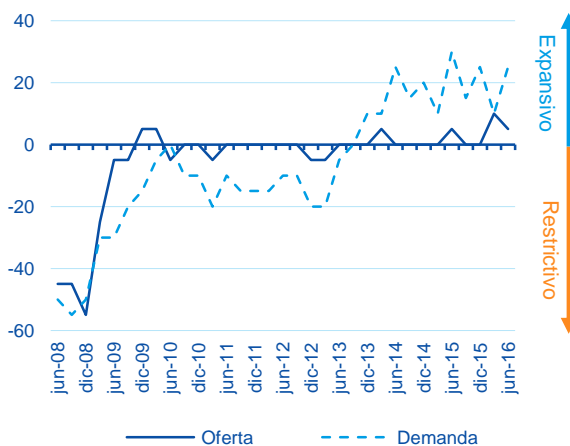
En los próximos meses, se espera que las medidas extraordinarias de política monetaria y la recuperación económica favorezcan el crecimiento sostenido de los nuevos préstamos al consumo. Al respecto, las entidades participantes en la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) del Banco de España consideran que la demanda de crédito continuará mejorando y que la oferta volverá a relajar los criterios de concesión (véase el Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5
España: distribución por plazo de las nuevas operaciones de crédito al consumo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 4.6
España: Encuesta de Préstamos Bancarios, préstamo al consumo y otros (Saldo de respuestas)



El último dato disponible (jun-16) se refiere a las expectativas de las entidades que participan en la encuesta
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Préstamos por finalidad: crecimiento de volúmenes y de número de operaciones

El aumento del crédito destinando a la adquisición de bienes de consumo y de los préstamos personales compensó la caída del crédito *revolving* en el primer trimestre de 2016. El análisis de la financiación al consumo por finalidad, elaborado con los datos de la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito³² (Asnef), muestra que las nuevas operaciones de crédito al consumo crecieron el 5,1% hasta marzo con respecto al mismo periodo del año anterior. El crédito para financiar la adquisición de bienes y los préstamos personales continuaron su senda alcista y crecieron el 14,4% y el 22,9% interanual en el 1T16, respectivamente. Por el contrario, el crédito *revolving*, tanto con tarjeta como sin ella, descendió el 14,2% y encadenó cinco trimestres de caída.

El crecimiento de los volúmenes estuvo acompañado por un mayor número de operaciones, lo que resultó en una reducción del préstamo medio. En el primer trimestre. Por componentes, la evolución de los importes fue diversa. El préstamo medio para la adquisición de bienes disminuyó en 100 euros hasta los 673 euros y el crédito *revolving*, en 55 euros hasta los 3.866 euros. En contraste, el importe medio de los préstamos personales aumentó en 307 euros hasta los 7.016 euros.

Continúa el buen comportamiento de la financiación de automoción

La financiación para la adquisición de vehículos creció a tasas de dos dígitos hasta marzo. La financiación de *stocks* –otorgada a los concesionarios– aumentó el 21,3% en el primer trimestre del año en curso respecto al 1T15, mientras que la de automoción –concedida a empresas y particulares– lo hizo el 17,2% y encadenó doce trimestres de expansión.

La expansión del crédito para automoción es generalizada. Los préstamos para la adquisición de vehículos comerciales se incrementaron el 93,9% hasta marzo y los otorgados para la compra de otros vehículos (motocicletas, caravanas, etc.) lo hicieron el 34,2%. La financiación de turismos usados creció el 23,9%, el *leasing* de automoción lo hizo el 17,6% y los préstamos para turismos nuevos, el 15,1%.

Sin embargo, **la evolución del préstamo medio es heterogénea.** La financiación concedida a los concesionarios descendió el 8,2% hasta los 25.256 euros por operación, mientras que el préstamo medio para la adquisición de vehículos aumentó el 7,0% hasta casi alcanzar los 13.000 euros y recuperar los niveles de diciembre de 2013. Por segmento, el importe medio de las operaciones de *leasing* de automoción creció el 16,0% y el de los préstamos destinados a la compra de los turismos nuevos, el 9,2%. Por el contrario, retrocedió la financiación media de vehículos comerciales (-6,8%) y de otros vehículos (-1,6%).

32: No se dispone de estadísticas desagregadas de crédito al consumo por finalidad para el conjunto del sistema financiero.

Recuadro 2. La respuesta regulatoria a la digitalización del crédito al consumo en España

El crédito al consumo se encuentra inmerso en un proceso de cambio para dar respuesta a la demanda de los consumidores de productos digitales ubicuos y de fácil acceso. En este contexto, el regulador se enfrenta a numerosos retos. El marco legal actual se centra en la protección del consumidor, pero no sigue el ritmo de la transformación digital.

Nuevas necesidades

El consumidor está cambiando. Gracias a las tecnologías digitales, puede acceder a un mayor número de opciones en tiempo real, adquirir productos de cualquier punto del planeta y contrastar sus opiniones con otros usuarios. **El nuevo cliente está mejor informado, lo que no sólo afecta a cómo compra, sino también a cómo se financia.** Específicamente, estos cambios inciden en el acceso al crédito, ya que el consumidor puede anticiparse a los prescriptores tradicionales y aportar su propia financiación aprobada con anterioridad. Pero también cambia el ámbito en donde es demandado ese crédito, que ya no es, necesariamente, una tienda física. En este contexto, destaca el papel catalizador de dos tecnologías: el comercio electrónico y los teléfonos móviles.

La importancia del comercio electrónico está aumentando. Como se observa en el Gráfico R.2.1, su crecimiento se está acelerando estos últimos años. Las experiencias de las páginas *web* en las que se realizan las compras son sencillas, rápidas y ágiles. En consecuencia, los consumidores necesitan soluciones que mantengan esa experiencia y que permitan financiar los productos y servicios ahí contratados.

Por su parte, el uso de internet en el **teléfono móvil también está creciendo**, como se aprecia en el Gráfico R.2.2, **lo que permite a los usuarios la contratación de productos desde cualquier lugar y en cualquier momento.** Esto trae consigo nuevas formas de interacción con las empresas y la exigencia de que los servicios prestados por ese medio respondan de forma inmediata y adaptada a los requerimientos del nuevo canal, como pueden ser pantallas más reducidas y aplicaciones más visuales.

Por último, hay que añadir que estas tecnologías no se perciben como algo independiente por parte de los usuarios, sino que se crean sinergias entre canales que dan lugar a la denominada **omnicanalidad**. Las fronteras entre lo digital y lo físico se difuminan, lo que posibilita que un cliente busque un producto en internet en su ordenador y termine la compra en una tienda física pagando con su *smartphone*.

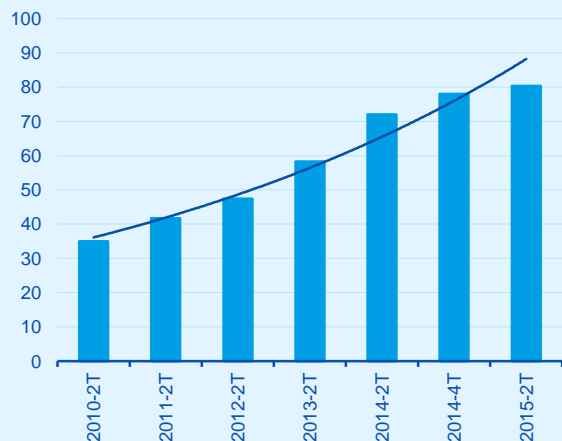
Gráfico R.2.1

Volumen de comercio electrónico destinado a consumidor final (B2C) en España (millones de euros)



Fuente: BBVA Research con datos del ONTSI

Gráfico R.2.2

Uso de internet en teléfonos móviles por 100 habitantes en España

Fuente: BBVA Research con datos de OCDE

En conclusión, **los consumidores necesitan servicios financieros capaces de dar respuesta a sus nuevas necesidades de forma ubicua**. La demanda de préstamos digitales está aumentando y, según Autonomous Research, en 2020 podrían alcanzarse volúmenes de formalización de préstamos de hasta 100.000 millones de dólares en Estados Unidos y Europa³³. El crédito al consumo no es ajeno a esta tendencia y los productos tradicionales, como pueden ser los préstamos académicos, las tarjetas de crédito *revolving*, los préstamos para vehículos o los créditos en el punto de venta se ven amenazados por el aumento de las alternativas digitales.

El ecosistema digital crece: el reto regulatorio

Recientemente han proliferado entidades que ofrecen servicios financieros de manera innovadora. Las **Fintech**, empresas con una fuerte base tecnológica y una reducida pero especializada cartera de servicios financieros alternativos, ofrecen una mejor experiencia para el cliente a través de procesos totalmente digitales, más ágiles y con menores requerimientos de información.

En España **no existe una reserva de actividad para la concesión de créditos, lo que ha contribuido a la difusión del fenómeno Fintech**. Ante esta situación, los reguladores y supervisores deben ponderar en sus decisiones tanto los beneficios que aportan como los requisitos legales que deben cumplir para salvaguardar a los consumidores y al sistema financiero en general. Además, es imprescindible **evitar la existencia de agujeros legales que supongan una competencia desleal** frente a entidades ya establecidas que ofrecen servicios análogos bajo requerimientos estrictos.

A nivel europeo, la actividad de financiación al consumo se encuentra regulada por la Directiva 2008/48/CE. Dicha normativa impone una serie de requisitos enfocados a aportar una mayor transparencia en el proceso de contratación. No obstante, algunos servicios como los créditos al consumo rápido (*payday loans*) y los portales de *crowdfunding*³⁴ han otorgado financiación al margen de esta regulación, lo que puede confundir a los consumidores ya que, en muchos casos, las garantías legales con las que cuentan difieren de las incorporadas a los préstamos tradicionales.

En el caso de **los préstamos al consumo rápido, numerosos operadores compensan la asunción de mayores riesgos con unos intereses elevados, sobre todo en caso de mora**. De hecho, ya existe jurisprudencia sobre malas prácticas en este ámbito. Dos de los casos más conocidos fueron los de Wonga.com y Cash Genie en el Reino Unido, que obligaron a reformar la regulación para evitar el sobreendeudamiento de las familias y la existencia de cláusulas abusivas por impago de cuotas. En consecuencia, la Financial Conduct Authority (FCA) agrupó toda la regulación sobre crédito al consumo en 2014 bajo una única supervisión.

En el caso español, la Ley 2/2009 regula la contratación de los contratos de préstamo o crédito y su intermediación y permite a las

33: Autonomous (2016): "Digital lending. The \$100 billion dollar question". Autonomous Research LLP.

34: *Crowdfunding* es una fuente de financiación alternativa que permite al público en general, normalmente a través de internet, financiar un proyecto a través de una donación, una contribución económica a cambio de algún tipo de recompensa, una preventa, una inversión o un préstamo, que es el caso aquí referido.

entidades otorgar préstamos con el único requisito de registrarse en la Subdirección General de Calidad y Cooperación en Consumo. Según el Real Decreto 106/2011, la solicitud debe realizarse en un formulario estandarizado, acreditando el cumplimiento de requisitos legales, memoria de la actividad, copia de la póliza de seguro y el folleto con las tarifas vigentes y gastos repercutibles. Además de estos requisitos, los consumidores se encuentran bajo el amparo de la Ley de Usura de 1908.

Respecto al **crowdfunding**, puede haber **desconocimiento de las responsabilidades y obligaciones asumidas por el portal y sobre la desprotección a la que puede enfrentarse el usuario**, al tratarse, en muchos casos, de financiación entre pares (P2P, por sus siglas en inglés). Los reguladores están centrando su actuación en el inversor que aporta fondos para ese préstamo, pero el prestatario aún se encuentra bastante desprotegido. Un ejemplo de esto son las peticiones de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que propone diversas medidas como el requisito de tener una licencia para poner en marcha un portal dedicado a este tipo de servicio o la obligación de designar una tercera parte de custodia para los activos de los inversores.

En España, la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial regula las plataformas en las que el inversor espera obtener una remuneración por su participación, excluyendo donaciones o compras. Dicha ley exige una autorización y prohíbe expresamente que los portales de *crowdfunding* ejerzan actividades reservadas a empresas de inversión o entidades de crédito. En todo caso, la normativa está enfocada a la financiación empresarial y no al consumidor final.

Retos para la entidad financiera

En este entorno, **la entidad financiera debe adaptarse y crear experiencias más ágiles, velando por el cumplimiento de los requisitos legales en todo momento**. Para ello es necesario revisar y adaptar los servicios a ese nuevo entorno mediante tecnologías que simplifican los procesos y personalizan la experiencia, además de permitir una mejor evaluación de los riesgos inherentes a la operación. La introducción de nuevas tecnologías supone un reto, pero también ofrece nuevas oportunidades que pueden mejorar la experiencia del cliente en todas las fases de la contratación de un préstamo: la identificación, la entrega de documentación, la evaluación y la concesión.

Existen ya procesos legalmente reconocidos que permiten una identificación remota de los usuarios. Las nuevas tecnologías pueden aportar considerables mejoras en este campo mediante el uso de biometría, videoconferencias y comprobación mediante llamada telefónica, entre otras posibilidades. Sin embargo, no siempre son medios aceptados por la normativa vigente. Por ejemplo, la autorización de las videoconferencias para dar de alta a clientes por parte del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (Sepblac) es reciente³⁵. El proceso debe comprobar la autenticidad y veracidad de los documentos aportados por el cliente. La solicitud debe ser grabada e incluir el consentimiento expreso del cliente y el registro de manera fehaciente de la fecha y la hora en la que tuvo lugar. Los avances en la identidad digital europea contemplada en el Reglamento eIDAS, inicialmente enfocado a la interoperabilidad de los sistemas públicos de identificación electrónica para su uso por parte de la administración pública, pueden abrir las puertas a la oferta de servicios financieros en un futuro.

35: Sepblac (2016): Autorización de procedimientos de identificación no presencial mediante videoconferencia. Sepblac. Disponible en: http://www.sepblac.es/espanol/sujetos_obligados/autorizacion_identificacion_mediante_videoconferencia.pdf

Al tratarse de un entorno digital, **la manera de presentar la documentación legal también es diferente**. En un proceso sobre papel se cuenta con la Información Normalizada Europea (INE) que resume las condiciones del contrato, un seguro de crédito si procede, el contrato de crédito y el mandato SEPA para gestionar la domiciliación. La digitalización permite prescindir de modelos estándar y crear formatos con mayor capacidad de adaptación a los nuevos dispositivos. La gestión de la documentación en un canal *online* se puede realizar mediante el escaneo y subida a internet de los documentos que no puedan firmarse electrónicamente, como son el DNI y los justificantes de nóminas, lo que evita el envío postal. En todo caso, estos canales suponen una mejora en la experiencia pero es imprescindible incluir los contenidos mínimos exigidos para este tipo de operaciones en la normativa y seguir los preceptos legales a la hora de su envío, gestión y custodia.

La evaluación y aprobación del préstamo es otro campo que se ve considerablemente transformado por el uso de nuevas tecnologías. Uno de los puntos fuertes que aportan las nuevas propuestas digitales frente a las ya establecidas es el paso de modelos de *score* tradicionales a otros que permitan tener una visión holística del cliente, basándose en información alternativa como puede ser el comportamiento respecto al pago de suministros e, incluso, patrones de comportamiento en redes sociales o uso del móvil. Este aspecto tiene especial relevancia en el caso de clientes sin historial de préstamos. El reto que emerge no es sólo saber si el cliente tiene capacidad de repago o garantías suficientes, sino añadir a esta ecuación una evaluación fiable de su predisposición a devolver el préstamo. Técnicas de *big data*, mejores algoritmos y la automatización de los procesos son clave para conseguir este objetivo.

Por último, para la firma final pueden usarse mecanismos de prueba de firma electrónica a través de terceros de confianza que intervienen a modo de notario virtual. En ese sentido, cobran importancia las soluciones de

firma electrónica existentes en España al amparo de la Directiva 1999/93/EC, el Reglamento 910/2014 y la Ley 59/2003 de Firma Electrónica para cerrar el proceso de contratación. La firma electrónica, por tanto, va más allá de poder contratar en el punto de venta sin firmar de forma manuscrita y sin impresión de documentación. Se trata de cambiar el modo como el cliente se relaciona con la entidad. Un ejemplo es el uso de firmas OTP (*one-time password*), en las que se firma usando un código de validez limitada.

Conclusiones

La digitalización de la financiación al consumo es una realidad. Los consumidores necesitan servicios financieros capaces de dar respuesta a sus nuevas necesidades de forma ubicua. Salvo excepciones, la respuesta regulatoria al reto digital se ha centrado en garantizar que los consumidores entienden los contratos y adoptar medidas que eviten el sobreendeudamiento. Sin embargo, existen otros problemas que demandan la atención de las autoridades. En el mercado aparecen nuevas necesidades y soluciones que quizá no se adecúen a la normativa existente. La tecnología digital ha acelerado este proceso y ha abierto las puertas a una nueva generación de productos y servicios que difieren de la oferta tradicional.

En este entorno, **las autoridades se enfrentan a la difícil tarea de encontrar un equilibrio entre la protección de los consumidores, la estabilidad financiera y las ventajas de la innovación**. La expansión de los préstamos digitales no debería redundar en un empeoramiento de la evaluación del crédito ni en una falta de información adecuada para el cliente. Del mismo modo, la normativa no debería entorpecer el avance de innovaciones que pueden mejorar tanto la experiencia de los consumidores como el análisis del riesgo de las operaciones.

5 Análisis de la situación económica del comercio al por menor mediante la Encuesta BBVA de Tendencias de Negocio. Primer semestre del 2016³⁶

En diciembre de 2010, BBVA Research puso en funcionamiento la **Encuesta de Tendencias de Negocio (ETN)** con el objetivo de complementar el análisis de la situación económica del comercio al por menor en España y su interrelación con la oferta y la demanda de crédito al consumo. Cada semestre, la ETN se dirige a los gestores y directores del departamento de *Consumer Finance* de BBVA en España dedicados a la comercialización de préstamos al consumo (canal prescriptor) en los sectores que distribuyen bienes – principalmente, duraderos– y servicios al por menor³⁷.

A continuación se presentan los resultados de la ETN correspondiente al primer semestre de 2016, que recoge la valoración de los encuestados sobre la primera mitad del año en curso y sus expectativas para la segunda³⁸.

ETN 1S16: la recuperación se frena

Por primera vez desde mediados del año 2013, la percepción de los encuestados sobre la situación de la economía española es negativa. Como se observa en el Gráfico 5.1, la diferencia entre el porcentaje de respuestas que indican un avance de la economía y el porcentaje de las que sugieren un empeoramiento –habitualmente utilizada como un indicador de la situación económica– se ha situado en -18,5 puntos en el 1S16, 58,3 puntos menor que en el semestre precedente.

A pesar de la menor fortaleza cíclica y de la incertidumbre asociada al calendario electoral y al entorno internacional, **los participantes en la ETN esperan que la coyuntura se mantenga estable entre julio y diciembre.** Así, el 63,1% de los encuestados opina que la situación de la economía apenas cambiará en el segundo semestre, el 20,4% considera que seguirá mejorando y tan solo el 16,6% prevé un empeoramiento.

El ámbito de actuación del encuestado influye en la valoración del estado actual y las perspectivas de la economía española. Como muestra el Gráfico 5.2, la percepción de los encuestados se deterioró en todas las regiones³⁹ durante el primer semestre, sobre todo entre quienes operan en las comunidades autónomas del norte. En las restantes se aprecia un descenso menos acusado, especialmente en las regiones del sur y Canarias⁴⁰. Las expectativas para la segunda mitad del año mejoran de forma generalizada, pero se sitúan por debajo de las declaradas en 2014 y 2015.

El empeoramiento de la opinión sobre la economía entre enero y junio se reproduce en todos los sectores del comercio minorista (véase el Gráfico 5.3). Si bien seis de cada diez participantes en la encuesta consideran que la actividad económica del sector en el que operan no ha cambiado en el 1S16, casi el 30% aprecia una pérdida de dinamismo, frente al 4% en el semestre anterior. Por el contrario, tan solo uno de cada diez encuestados opina que la actividad sectorial ha mejorado entre enero y junio,

36: Se agradece la participación en las encuestas de los gestores y directores de oficina del departamento de *Consumer Finance* de BBVA.

37: En concreto, las actividades analizadas son las de venta y reparación de vehículos de motor y motocicletas; el comercio al por menor de equipos para las tecnologías de la información y las comunicaciones; el de artículos de ferretería, pintura y vidrio; el de aparatos electrodomésticos; el de mobiliario; el de productos cosméticos e higiénicos y el de otros productos cuya venta no se realiza en establecimientos especializados. También se incluyen otras actividades crediticias relacionadas con la concesión de préstamos por instituciones no dedicadas a la intermediación monetaria (en particular, préstamos al consumo).

38: Nótese que las preguntas hacen referencia al conjunto del mercado y no a la política seguida por BBVA.

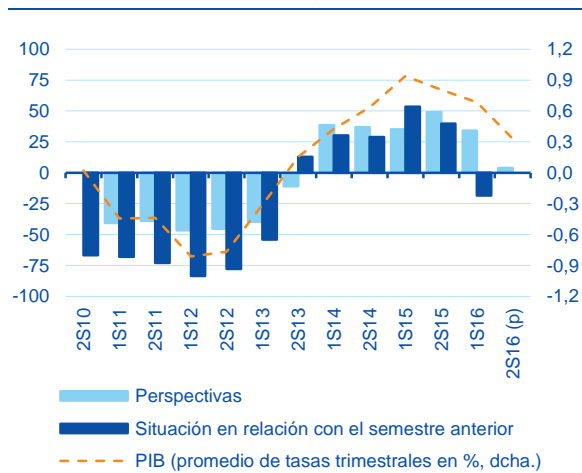
39: Con la finalidad de preservar la confidencialidad de los participantes en la encuesta y evitar problemas de representatividad, se proporcionan resultados agregados para siete grupos de CC. AA. que constituyen Unidades Territoriales Estadísticas de nivel 1 (NUTS1). Estos son: Noroeste (Galicia, Asturias y Cantabria); Noreste (País Vasco, Navarra, Rioja y Aragón); Madrid (Comunidad de Madrid); Centro (Castilla y León, Castilla-La Mancha y Extremadura); Este (Cataluña, Comunidad Valenciana e Islas Baleares); Sur (Andalucía, Murcia, Ceuta y Melilla) y Canarias (Islas Canarias).

40: Pese a que las preguntas sobre la situación económica actual y prevista hacen referencia al conjunto de España, los resultados a nivel regional deben ser tomados con cautela porque podrían estar afectados por factores idiosincrásicos.

mientras que el en 2S15 lo hacían cuatro de cada diez. A pesar de su deterioro, la percepción sobre la situación del sector de venta y reparación de vehículos de motor destaca positivamente, en línea con la evolución favorable de la demanda analizada en la Sección 3 de la revista.

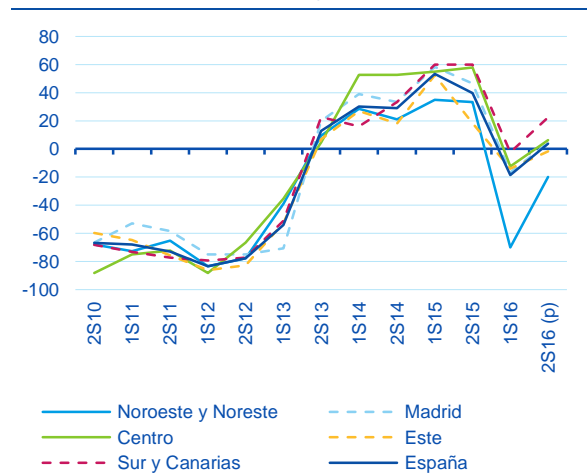
Al igual que en el conjunto de la economía, las perspectivas sectoriales para el segundo semestre mejoran, pero los saldos de respuestas se sitúan en torno a 25 puntos por debajo de los observados en el 2S15. De hecho, solo dos de cada diez participantes en la ETN estiman que la situación económica del sector en el que intermedian cobrará aliento en la segunda mitad del año en curso.

Gráfico 5.1
Percepción sobre la situación de la economía española: saldo de respuestas (Un valor >0 indica una mejora)



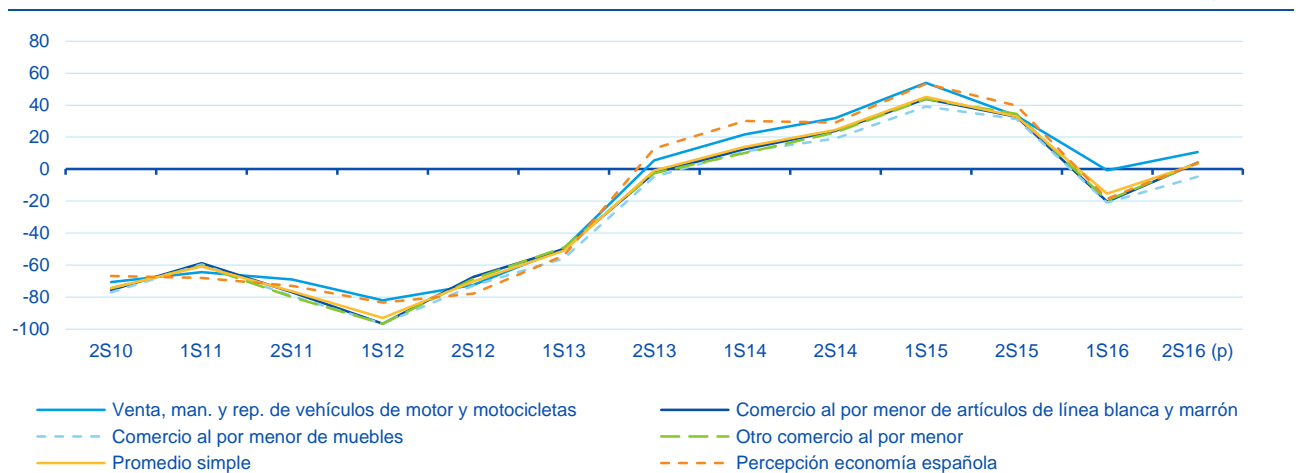
(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 5.2
Percepción sobre la situación de la economía española en cada región: saldo de respuestas (Un valor >0 indica una mejora)



(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 5.3
Percepción sobre la situación económica de cada sector: saldo de respuestas (Un valor >0 indica una mejora)

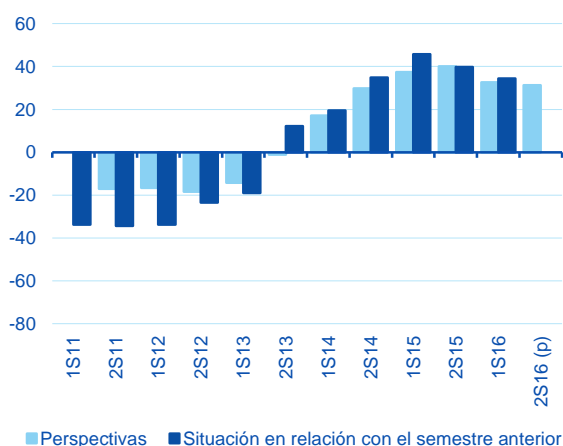


(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

La percepción sobre el comportamiento del crédito al consumo en el punto de venta refleja la evolución de la coyuntura económica apreciada por los encuestados. Al respecto, los participantes en la encuesta consideran que la demanda y la oferta de crédito han aumentado durante la primera mitad del año en curso, pero mientras que la oferta se ha comportado en línea con lo esperado en diciembre de 2015, la demanda ha crecido notablemente menos de lo previsto (véanse los Gráficos 5.4 y 5.5). En particular, la proporción de encuestados que piensa que la oferta se ha incrementado entre enero y junio alcanza el 63,1%, dos puntos más que lo vaticinado en la ETN del segundo semestre del pasado año. Sin embargo, el 45,2% afirma que la demanda de crédito ha aumentado en el 1S16, casi diez puntos menos que lo pronosticado en diciembre, mientras que un 20,4% opina que ha disminuido, el doble que hace seis meses.

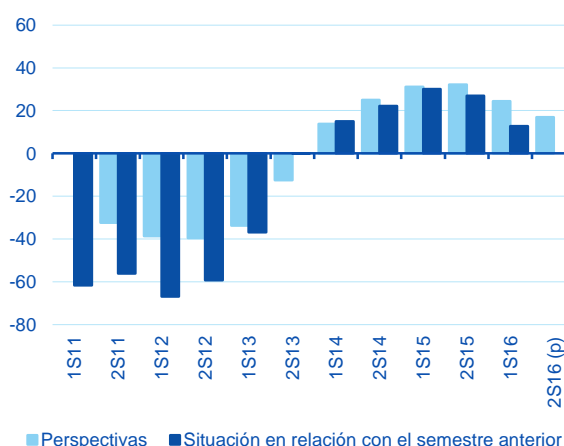
Las perspectivas para el 2S16 son favorables tanto desde el punto de vista de la demanda agregada de crédito como, sobre todo, de la oferta, pero el dinamismo de la financiación se moderará. Seis de cada diez encuestados piensan que la oferta crecerá durante la segunda mitad de 2016, por tan solo cuatro de cada diez en el caso de la demanda. Por el contrario, el porcentaje de quienes consideran que la oferta o la demanda de crédito retrocederán se sitúa en el 7% y el 13%, respectivamente.

Gráfico 5.4
Percepción sobre la oferta de crédito: saldo de respuestas (Un valor >0 indica un aumento)



(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 5.5
Percepción sobre la demanda de crédito: saldo de respuestas (Un valor >0 indica un aumento)



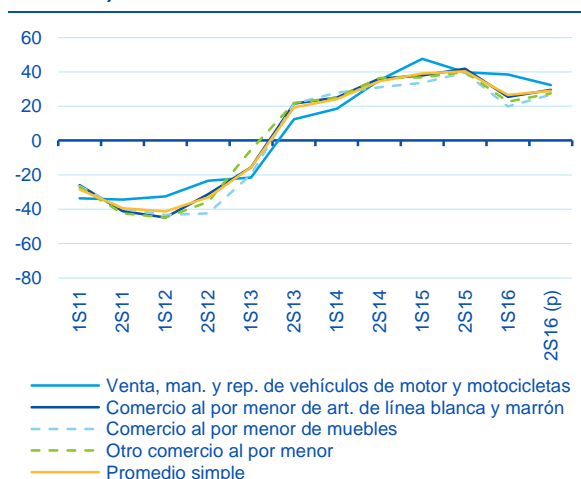
(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

En términos generales, la percepción sobre la financiación al consumo no exhibe diferencias significativas entre sectores: el crecimiento de la oferta y, sobre todo, de la demanda del crédito al consumo en el punto de venta se ralentiza respecto al 2S15. Como se aprecia en los Gráficos 5.6 y 5.7, la evolución positiva de la financiación en el sector de distribución de vehículos de motor y motocicletas compensó la menor expansión percibida en las restantes actividades comerciales. En el lado opuesto se encuentra el comercio minorista de muebles, en donde el crecimiento del crédito habría sido más modesto.

Las expectativas de los participantes en la ETN para el 2S16 respecto al crédito por sector apenas exhiben diferencias. En línea con las previsiones de actividad, se espera que la demanda y, principalmente, la oferta aumenten en todos los sectores analizados. Según los encuestados, tan solo se ralentizaría la oferta de crédito para la adquisición de vehículos de motor.

Gráfico 5.6

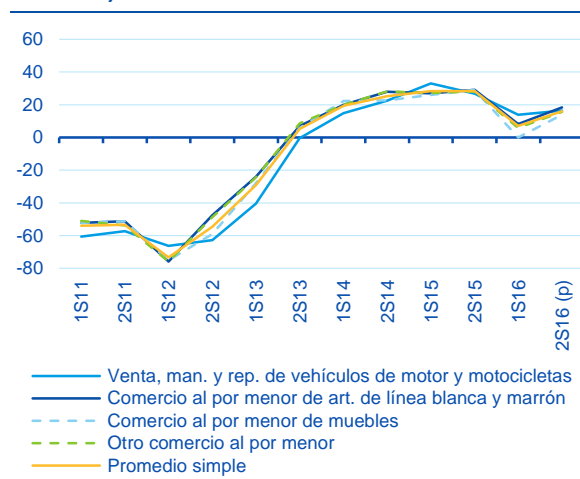
Percepción sobre la oferta de crédito en cada sector: saldo de respuestas (Un valor >0 indica un aumento)



(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

Gráfico 5.7

Percepción sobre la demanda de crédito en cada sector: saldo de respuestas (Un valor >0 indica un aumento)



(p): perspectivas.
Fuente: BBVA Research (ETN)

En resumen, los resultados de la ETN indican que la percepción sobre la situación del comercio al por menor ha empeorado durante el primer semestre del año en curso. En línea con la actividad, los participantes en la encuesta opinan que el crecimiento de la financiación al consumo en el punto de venta se ha moderado entre enero y junio. Si bien el crecimiento de la oferta de crédito se situó en línea con el esperado hace seis meses, la ralentización de la demanda sorprendió negativamente. Los encuestados también consideran que la financiación al consumo ha aumentado en todas ramas de actividad que integran el comercio minorista y que lo continuará haciendo durante el segundo semestre de 2016, aunque a tasas menores que las registradas en 2015.

Anexo. La Encuesta BBVA de Tendencias de Negocio: cuestionario y muestra

El cuestionario de la ETN se estructura en tres secciones:

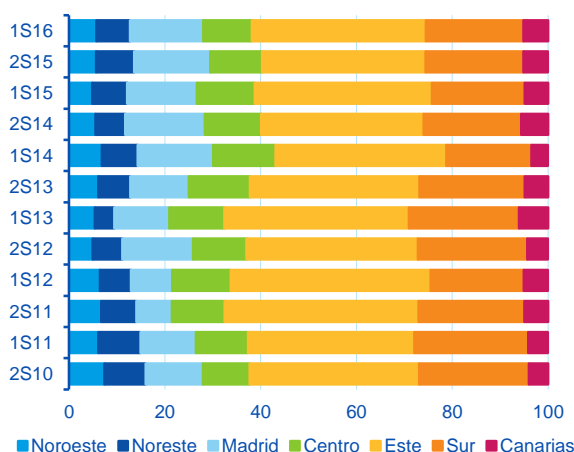
- La primera contiene información sobre el ámbito de actuación del encuestado (comunidad autónoma, provincia y sectores de actividad de sus empresas colaboradoras).
- En la segunda se pregunta al participante en la encuesta su valoración sobre la situación económica – actual y prevista– de los sectores en los que opera y del conjunto de la economía.
- En la tercera, los encuestados evalúan el comportamiento presente y futuro de la oferta y de la demanda de crédito en su ámbito de actuación.

El Cuadro 5.A.1 informa sobre la composición muestral de la ETN por regiones y sectores de actividad en cada semestre.

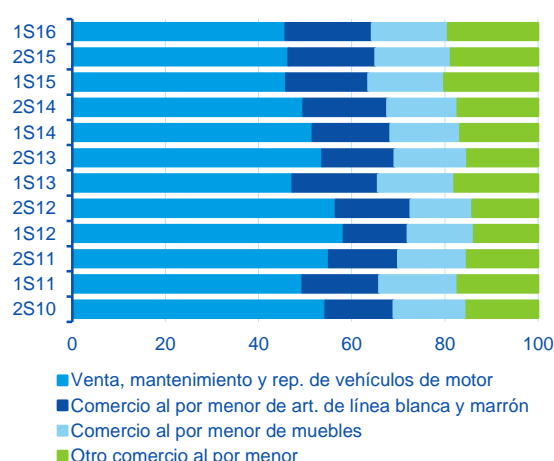
Cuadro 5.A.1

Encuesta BBVA de tendencias de negocio. Composición de la muestra (%)

Por NUTS1



Por sector de actividad



NUTS1: Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas de nivel 1. Noroeste: Galicia, Asturias y Cantabria; Noreste: País Vasco, Navarra, Rioja y Aragón; Madrid: Comunidad de Madrid; Centro: Castilla y León, Castilla-La Mancha y Extremadura; Este: Cataluña, Comunidad Valenciana e Islas Baleares; Sur: Andalucía, Murcia, Ceuta y Melilla; Canarias: Islas Canarias.

Número de observaciones: 175 en 2S10, 147 en 1S11, 163 en 2S11, 140 en 1S12, 162 en 2S12, 149 en 1S13, 164 en 2S13, 148 en 1S14, 162 en 2S14, 165 en 1S15, 176 en 2S15 y 157 en 1T16.

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

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

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

Pep Ruiz
ruiz.aguirre@bbva.com
+34 91 537 55 67
Camilo Andrés Ulloa
camiloandres.ulloa@bbva.com
+34 91 537 84 73

Con la colaboración de:**Sistemas Financieros**

Macarena Ruesta
esperanza.ruesta@bbva.com

Regulación Digital

Vanesa Casadas
vanesa.casadas@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.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