

Situación España

1^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA



01 El crecimiento se estabilizará previsiblemente alrededor del 2,7%, pero el aumento de la incertidumbre pone en riesgo la recuperación

02 El desapalancamiento ha llevado a una mayor dependencia de los fondos propios, especialmente en las pequeñas empresas

03 La caída del ingreso y la composición de la cesta explican la disminución en el consumo de los hogares

04 El nivel educativo y la destreza en la utilización de nuevas tecnologías juegan un papel crucial en la propensión a utilizar la banca electrónica

Índice

1 Editorial	3
2 Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable	6
3 Perspectivas de crecimiento de la economía española	9
Recuadro 1. La incertidumbre sobre la política económica en España: medición e impacto	30
Recuadro 2. El ahorro y la financiación de las empresas durante la crisis	37
Recuadro 3. La desigualdad en el consumo de los hogares españoles durante la crisis	44
Recuadro 4. Una tipología de los usuarios de banca digital en España	51
4 Cuadros	65

Fecha de cierre: 5 de febrero de 2016

1 Editorial

Tanto la evolución reciente de la economía como los soportes que vienen apoyando la recuperación hacen prever que el crecimiento del PIB se estabilizará durante los próximos dos años alrededor del 2,7%, en un contexto en el que la fortaleza de los datos de los últimos meses, a nivel nacional, se ve empañada por las dudas e incertidumbres, tanto fuera como dentro de España. Los datos de actividad del cierre de 2015 e inicios de 2016 muestran que la creación de empleo y el crecimiento de la demanda interna mantienen su dinamismo. Adicionalmente, se prevé una política monetaria algo más expansiva que hace tres meses, mientras que la disminución en el precio del petróleo, notable e inesperada en noviembre, ayudará a continuar mejorando la competitividad de las empresas españolas y la renta de las familias. Asimismo, los exportadores han redirigido sus bienes y servicios hacia destinos europeos, lo que ha compensado el impacto negativo de la menor demanda en países emergentes. Finalmente, el impulso fiscal ha sido mayor que el esperado y ha apoyado el crecimiento de la demanda interna. Todo lo anterior ha compensado el incremento de la incertidumbre asociado al contexto interno, a los riesgos geopolíticos, a la volatilidad en los mercados financieros y a la recuperación de la economía mundial. En todo caso, de mantenerse estas fuentes de incertidumbre, la actividad se vería afectada negativamente.

Los datos de actividad apuntan a que durante el cierre del año anterior y el inicio del presente el crecimiento se ha mantenido elevado y sin apenas signos de desaceleración. En particular, el aumento del PIB en el cuarto trimestre del pasado año fue de un 0,8% respecto al tercero. Más aún, los datos disponibles al cierre de esta publicación sugieren que el crecimiento se mantendría en tasas similares (0,8% t/t) durante el primer trimestre de 2016. Por lo tanto, el dinamismo de la actividad continúa y, en términos anualizados, supera el 3,0%. El principal factor detrás del crecimiento es la solidez que muestra la demanda interna y, particularmente, el consumo de las familias, que crece a tasas entre el 3 y el 4% en términos anualizados. Asimismo, se espera ahora una mayor desviación respecto al objetivo de déficit público, en buena parte asociada a políticas discrecionales. La reducción del gasto no ha sido la esperada, lo que ha impulsado el empleo y la inversión algo más de lo que se preveía hace tres meses. Adicionalmente, las exportaciones de bienes y servicios muestran un comportamiento muy positivo, sobre todo teniendo en cuenta la caída de la demanda que se ha producido en los países emergentes. A este respecto, destinos como Alemania o Reino Unido han compensado el lastre que ha supuesto el deterioro de las expectativas de crecimiento en otras zonas geográficas. Por último, cabe mencionar que todo lo anterior se da a pesar de que la recuperación de la inversión en vivienda ha sido más débil que lo que se preveía hace un año.

La caída del precio del petróleo y la política monetaria apoyarán la recuperación. La disminución del coste de los hidrocarburos es especialmente importante para una economía importadora como la española. Aunque durante los últimos meses ha aumentado la incertidumbre sobre cuánto de la caída se debe a factores de oferta o de demanda, la continuación del crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, junto con la evidencia que apunta a un aumento significativo de la producción corriente y esperada de petróleo, sugieren que el impacto neto sobre el crecimiento será positivo e importante. En particular, se estima que la reducción en la previsión del precio del petróleo para los próximos dos años podría aportar, en promedio, más de 1 punto al PIB durante el presente bienio. Por otro lado, el Banco Central Europeo anunció en diciembre una reducción de los tipos de interés de referencia y una extensión de su programa de compras de activos, retrasando su finalización desde septiembre de 2016 hasta marzo de 2017. Asimismo, en enero, el BCE ha expresado su voluntad de considerar medidas adicionales en su próxima reunión, con el objetivo de apuntalar las expectativas de inflación y tratar de cumplir con su mandato. El resultado será una política monetaria que se mantendrá expansiva por un período prolongado de tiempo, con tipos de

interés históricamente bajos, que ayudarán a continuar el proceso de desapalancamiento en aquellas empresas y familias que así lo requieran, además de incentivar la demanda de crédito solvente.

En todo caso, el escenario que aquí se presenta enfrenta un grado de incertidumbre particularmente elevado, con una acumulación de riesgos atípica que podría ralentizar o incluso detener la recuperación. Durante las últimas semanas se ha producido un incremento de la volatilidad en los mercados de capitales. Es poco probable que éste se deba a cambios en las expectativas sobre la política monetaria de la Reserva Federal de los EE. UU. (ampliamente anticipados desde hace varios meses), o a un menor nivel de actividad en el mundo. Los datos recientes, aunque más débiles de lo previsto en algunos países, no son consistentes con una desaceleración intensa del crecimiento a nivel mundial. Es más posible que se deba a un aumento de la incertidumbre sobre los posibles efectos que pueda tener la caída del precio del petróleo en algunas partes de la economía mundial (países emergentes, empresas relacionadas con el sector energético, entidades financieras que ha financiado su endeudamiento, etc.) y, sobre todo, del aumento en la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo. Así, han aumentado las dudas sobre el ritmo de crecimiento en China, el proceso de transición que vive hacia un nuevo modelo productivo y la capacidad de sus autoridades para garantizar que los cambios se den de una manera sosegada. De mantenerse en el tiempo, esta inseguridad terminaría inevitablemente trasladándose a la actividad económica.

A nivel doméstico, la incertidumbre sobre la política económica destaca como uno de los principales obstáculos para mantener el crecimiento. Tener certeza sobre el entorno regulatorio, fiscal o institucional es una de las condiciones necesarias para la adecuada toma de decisiones por parte de familias y empresas. Sin dicha seguridad, puede producirse el retraso de proyectos de inversión o de compra de bienes y servicios, lo que afectaría negativamente a la demanda interna y a las expectativas de crecimiento futuro. El actual contexto político puede hacer que dicha incertidumbre se incremente. Como se muestra en esta publicación (véase el Recuadro 1), los costes en términos de crecimiento pueden ser elevados. Un ejemplo de lo anterior es la probable desviación respecto a la meta de déficit público durante el presente año. Los últimos datos observados y los presupuestos vigentes apuntan a que, dado el escenario previsto, la desviación respecto al objetivo de déficit a finales de 2016 podría alcanzar el 0,6% del PIB. En ausencia de políticas discrecionales, dicho desequilibrio no se habría producido, ya que la recuperación habría sido suficiente para reducir el déficit público hasta los niveles consistentes con los compromisos adquiridos. Si no se implementan medidas que ayuden a corregir la desviación de manera creíble, la recuperación puede ponerse en peligro mediante un tensionamiento de las condiciones de financiación de la economía española, lo que limitaría el impacto de la política monetaria y aumentaría la tensión con Europa. Por lo tanto, es indispensable que una de las prioridades del nuevo gobierno sea el anuncio de un plan de consolidación fiscal creíble que garantice el cumplimiento de los objetivos pactados, apostando, sobre todo, por reformas que impulsen el crecimiento y la creación de empleo.

Es necesario reducir esta incertidumbre, no sólo respecto a la política fiscal, sino también en otros ámbitos. La crisis económica ha resultado en un fuerte ajuste del consumo privado, que podría haber sido mayor si los hogares con menos recursos no hubiesen emprendido procesos de reunificación familiar. Esto, junto con el mayor peso de los bienes duraderos -más sensibles a los cambios en la capacidad adquisitiva- en la cesta de consumo de los hogares con mayor capacidad de gasto, han permitido que la desigualdad en el consumo entre las familias disminuya (véase el Recuadro 3). Sin embargo, una buena parte de sus efectos puede ser cíclico y, ciertamente, no se debe a causas voluntarias. Por lo tanto, sigue siendo necesaria la aplicación de políticas que reduzcan la temporalidad e incrementen la empleabilidad, de tal manera que la creación de puestos de trabajo sea de calidad y ayude a disminuir la desigualdad. Asimismo, es indispensable continuar con las políticas que fomenten el incremento de la productividad. Empresas de mayor tamaño tienen acceso a mejores instrumentos de financiación (véase el Recuadro 2), pueden

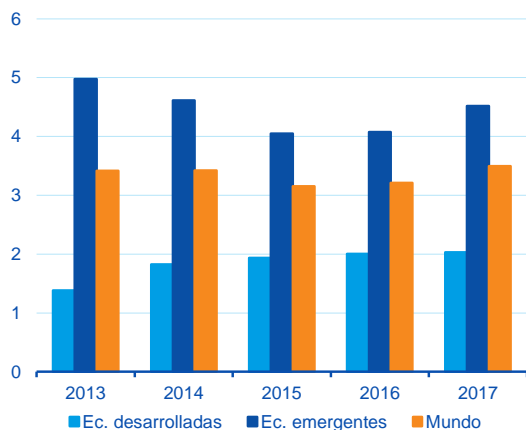
aprovechar economías de escala y, en suma, son más productivas. En este contexto, la digitalización juega un papel esencial. Un ejemplo paradigmático es la transformación que el sector financiero está afrontando, en el que el cliente -multicanal, más informado y exigente que en el pasado- ocupa una posición central. Pero no solo la apuesta de los bancos por la digitación de la oferta comercial incentiva la penetración de la banca electrónica, sino que también las características individuales importan. Al respecto, se constata que la educación y, en particular, la destreza en la utilización de nuevas tecnologías afectan de forma significativa a la propensión a utilizar la banca por internet en España (véase el Recuadro 4).

2 Un panorama global de crecimiento anémico y más vulnerable¹

La intensificación de algunos de los focos de riesgo durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, viene acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas de tamaño relevante, como Rusia o Brasil, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

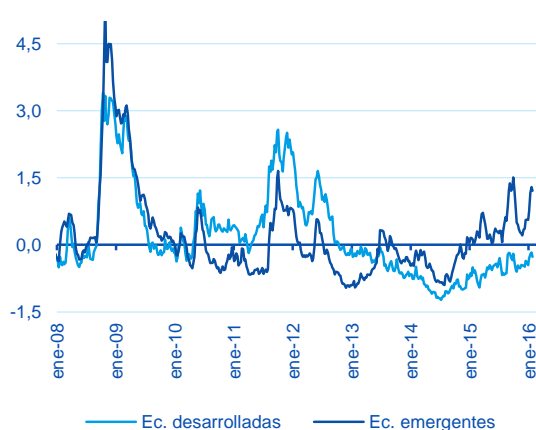
El PIB mundial crecerá el 3,2% en 2016, repitiendo el avance de 2015, y se acelerará moderadamente en 2017 hasta el 3,5%. Este crecimiento, que sigue siendo el menor desde 2009, está condicionado por el deterioro de la demanda en el bloque de economías emergentes y, en particular, en Latinoamérica, que podría encadenar dos años consecutivos de contracción. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción, las decisiones de inversión empresarial y el gasto en consumo. Con EE. UU. creciendo a tasas del 2,5% y la eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar el peor comportamiento relativo esperado para los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y CRB

1: Para un mayor detalle, véanse las publicaciones Situación Global y Situación Europa de BBVA Research, correspondientes al primer trimestre de 2016, disponibles en: <https://www.bbvarresearch.com/>

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. Incluso con independencia de la magnitud de la desaceleración que pueda estar experimentando China, el hecho de que las principales economías emergentes se estén viendo afectadas de forma conjunta por la corrección persistente del precio de las materias primas ha contribuido a elevar la aversión al riesgo a escala global. China y los países latinoamericanos son, en agregado, los que están concentrando las mayores salidas de capital y, consecuentemente, en los que más se están deteriorando las condiciones financieras. El índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en el verano de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), y se equipara a los niveles de estrés de 2011. A diferencia de entonces, la volatilidad permanece contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que la reasignación de capital hacia activos financieros con un menor perfil de riesgo está intensificando el refugio en bonos soberanos de países como Japón, EE. UU. o Alemania.

La orientación de política monetaria que adopten los bancos centrales de las economías desarrolladas seguirá siendo determinante. El inicio del proceso de normalización de los tipos de interés por parte de la Fed en diciembre de 2015 no ha provocado un aumento sustancial de la volatilidad financiera, gracias al mensaje de gradualidad reiterado por la autoridad monetaria. La corrección reciente de los registros de inflación en los países desarrollados, en respuesta a la bajada de los precios del petróleo y la recaída de las expectativas de precios a medio plazo, pueden volver a alterar la función de reacción de sus bancos centrales; en el caso de la Fed, retrasando el momento en que tenga lugar el siguiente aumento de tipos; en el del BCE y el Banco de Japón, imprimiéndole un carácter todavía más laxo a su estrategia monetaria.

El fuerte incremento de los *stocks*, sin precedentes en los últimos años, es consistente con la intensa caída del precio del petróleo desde mediados de 2014, y coincide con un crecimiento de la oferta petrolera muy superior al experimentado por el consumo, que se ha venido comportando en línea con su promedio histórico. Hasta la primavera de 2015, el exceso de oferta respondía al incremento de la producción de EE. UU., al que se unió, desde finales de 2014, el cambio de política del cártel petrolero, sin recortes de producción ante el descenso de precios. Desde septiembre de 2015, la producción ha empezado a desacelerarse, sobre todo en EE. UU. y otros países no pertenecientes a la OPEP, donde los costes de producción y el mayor apalancamiento empiezan a pasar factura. Pero todavía existe un exceso de oferta equivalente al 1,2% del consumo mundial. A esta mayor resistencia de la oferta a un entorno de precios bajos se ha sumado más recientemente un contexto de inestabilidad financiera y aversión al riesgo sintomático de un deterioro progresivo de las expectativas de demanda. Todo ello ha acelerado la dinámica de corrección de los precios en la parte final de 2015 y principios de 2016. A medio plazo, la dilución progresiva del exceso de oferta debería propiciar un aumento gradual de precios, menos intenso que el pronosticado bajo un escenario en el que la economía mundial recupera tasas de crecimiento algo más vigorosas que las actuales.

Con todo, **la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido, 3,2%, similar al de 2015, y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente.** La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto descrito constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costes de financiación al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

Eurozona: sin cambios en el crecimiento esperado y fuerte revisión a la baja de las previsiones de inflación. El BCE, dispuesto a reforzar los estímulos monetarios

El PIB de la eurozona ha tenido el comportamiento esperado hace tres meses, estabilizándose en tasas de crecimiento del 0,3-0,4% trimestral, que dan como resultado **un avance esperado para el conjunto de 2015 del 1,5%**. Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, **la zona euro podría crecer este año el 1,8% y el 2,0% en 2017**, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas tendrían sobre la demanda doméstica -en concreto, sobre el consumo privado- sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y el aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

De hecho, **la composición del PIB correspondiente al tercer trimestre de 2015 y la prevista para el cuarto sitúa al consumo, tanto público como privado, como la partida más dinámica** gracias a la recuperación del empleo y la caída de precios por el abaratamiento del petróleo, en un contexto en el que la confianza de los hogares ha logrado mantenerse elevada. **Las sorpresas negativas proceden, fundamentalmente, de la inversión** pese a la mejor percepción de los empresarios sobre la situación económica, el aumento de las nuevas operaciones de crédito bancario y los reducidos tipos de interés.

Las dudas sobre la fortaleza de la demanda externa (el comercio de bienes de la eurozona está acusando tanto la caída de las ventas al bloque de países emergentes como la desaceleración de las realizadas al de países desarrollados) **y el clima de incertidumbre política que impera en algunos países podrían estar lastrando el crecimiento de la inversión**. Además, **el retraso en el cumplimiento con los objetivos de déficit público y la implementación de reformas estructurales clave para relanzar la actividad a medio plazo son factores que también pueden estar dificultando la toma de decisiones de inversión en capital fijo**.

En este contexto de inestabilidad política, **el papel del BCE continuará siendo determinante para evitar un deterioro acusado de las condiciones de financiación**. En diciembre de 2015, ante el empeoramiento del contexto económico global y la corrección del precio de las materias primas, el banco central decidió reforzar sus medidas de estímulo con una nueva rebaja del tipo de interés de la facilidad marginal de depósito, hasta el -0,3%, y la extensión del programa de compras de deuda hasta, al menos, marzo de 2017. La estabilidad de la cotización del euro frente al dólar en el rango 1,08-1,10 en los dos últimos meses y, sobre todo, **la recaída de las tasas de inflación, que trae aparejada la revisión a la baja del precio del petróleo previsto para 2016, han llevado al Consejo de Gobierno del BCE de enero, a abrir la puerta a una nueva ronda de estímulos**, que podría producirse incluso en marzo. Y es que **si el precio del barril de Brent se sitúa, en media, en 30 dólares en 2016, la inflación general de la eurozona sería apenas de dos décimas, lo que supone una reducción de nueve décimas respecto al pronóstico de hace tres meses**. La recuperación gradual de los precios energéticos en 2017 también reduce la inflación esperada para el próximo año, que se mantendrá en cotas promedio del 1,4% y, por tanto, alejada del objetivo de estabilidad de precios del BCE. Todo ello sin asumir efectos de segunda ronda significativos sobre la inflación subyacente procedentes del abaratamiento de la energía.

3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación continúa, a pesar de la incertidumbre

En 2015 la economía española consolidó la recuperación emprendida a mediados de 2013. A pesar de que el entorno macroeconómico no estuvo libre de riesgos, se mantuvo el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por importantes vientos de cola (como la caída del precio del petróleo), el **mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria y los cambios estructurales producidos en los últimos años.** Entre estos últimos, destacan la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas puestas en marcha y los cambios en la estructura productiva, como la reorientación de la inversión hacia los componentes de equipo y maquinaria y de la demanda agregada hacia las exportaciones.

Al hilo de estos avances, el crecimiento trimestral alcanzó su velocidad punta al cierre del primer semestre del año, con una tasa del 1,0%, mientras que durante el segundo semestre se estabilizó en el 0,8% t/t². En consecuencia, **la economía española cerró el 2015 con un crecimiento del PIB superior al esperado hace un año (del 3,2% frente al 2,7%),** que supuso, además, el primer avance anual por encima de la media histórica desde 2007³. **Como ya ocurriera en 2014, la expansión de la actividad en el conjunto del año se concentró en la demanda nacional (principalmente, privada).** Destaca, en primer lugar, el crecimiento robusto del consumo y la inversión productiva y, en segundo lugar, la recuperación de la inversión residencial que, aunque menos dinámica que la esperada, se saldó con el primer crecimiento anual en nueve años. **Por el contrario, la demanda externa neta drenó crecimiento por segundo año consecutivo,** a pesar de que las ventas al exterior se expandieron en un entorno de desaceleración de las economías emergentes y de recuperación gradual de las desarrolladas. De ésta forma, la aportación negativa del saldo comercial al crecimiento se explica por el repunte de las importaciones.

Hacia delante, los fundamentos de la economía española justifican la continuidad de la recuperación a lo largo del próximo bienio. Las estimaciones de BBVA Research indican que la actividad crecerá el 2,7%, tanto en 2016 como en 2017, lo que permitirá crear alrededor de 1.000.000 de puestos de trabajo en el conjunto del periodo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17,5%⁴.

En el panorama económico internacional, se espera un crecimiento global similar al registrado el año anterior (3,2% en 2016 y 3,5% en 2017), lo que en el caso de la economía europea implicará aumentos del PIB en torno al 1,8% en 2016 y del 2,0% en 2017. Este factor, junto con la diversificación geográfica de las exportaciones españolas, contribuirá positivamente a la evolución de las ventas al exterior, a pesar de la apreciación del tipo de cambio del euro frente a las divisas de los países emergentes. **A los factores externos se suma el viento de cola que supone la caída reciente del precio del petróleo** (más de un 40% desde el inicio del tercer trimestre de 2015). Si bien las estimaciones de BBVA Research apuntan a una estabilización gradual de los precios hasta el entorno de los 45 dólares por barril en promedio para 2017, **el impacto neto de la revisión a la baja en los precios será positivo, y podría aportar más de dos puntos al crecimiento económico en el bienio 2016-2017.**

A nivel doméstico, se espera que la política fiscal continúe siendo ligeramente expansiva, lo que contribuirá al crecimiento en el corto plazo, pero acarreará nuevos incumplimientos de los objetivos presupuestarios. Asimismo, **la recuperación gradual del mercado laboral, la mejora de las condiciones de financiación a empresas y familias,** y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda interna.

2: Todas las cifras comentadas referentes a la Contabilidad Nacional Trimestral están corregidas de estacionalidad y efecto calendario (CVEC).

3: El crecimiento medio anual entre 1971 y 2014 se sitúa en el entorno del 2,5%.

4: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo medio anual del 3,0% y la tasa de paro se situará en torno a 18,3% en 2017.

En todo caso, se percibe una mayor probabilidad de ocurrencia de ciertos eventos de riesgo. La incertidumbre sobre la política económica en España ha aumentado, lo que podría tener consecuencias importantes en las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas. Aunque al cierre de esta publicación los datos de actividad real y empleo no evidencian deterioros como resultado de la mayor incertidumbre, de no resolverse rápida y favorablemente, el impacto podría ser negativo y relevante.

Además, algunos riesgos externos se mantienen o, incluso, han incrementado su potencial impacto sobre la economía española. En particular, **se advierten mayores riesgos asociados a la desaceleración de las economías emergentes, principalmente de China y de los exportadores de petróleo.**

2015: el año en el que España volvió a crecer por encima de su media histórica

Tras alcanzar una tasa de crecimiento, en promedio anual positiva en 2014 (1,4%), las expectativas auguraban que 2015 sería el año en que, por primera vez desde 2007, la economía española volvería a crecer por encima de su media histórica (2,5% entre 1971 y 2014). En concreto, se preveía que la recuperación alcanzaría su velocidad punta durante la primera mitad del año, favorecida por los vientos de cola, para dar paso a una ralentización gradual en la parte final del ejercicio. **Confirmando los pronósticos, la economía ganó tracción durante el primer semestre de 2015, pero durante el segundo experimentó una desaceleración menor que la anticipada.** Así, a falta de conocer los resultados detallados, **la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) indicó que en el 4T15 el crecimiento se estabilizó en el 0,8% t/t (3,5% a/a)**⁵, cifra superior a la esperada a principios del trimestre (BBVA Research: 0,7% t/t). De esta forma, 2015 se cerró con un crecimiento medio anual del PIB del 3,2%, y mejoró en 0,5pp la tasa estimada hace un año.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, **los indicadores parciales de coyuntura señalan que, en el 4T15, la actividad se habría vuelto a apoyar en la demanda doméstica (0,8 pp t/t)**, principalmente la privada (véase el Gráfico 3.1). En contrapartida, **la demanda externa habría hecho una aportación nula al crecimiento**, ya que el aumento de las importaciones habría compensado al de las exportaciones. Con este cierre del año, la demanda interna habría aportado 3,6pp al avance anual del PIB mientras la demanda externa neta habría drenado crecimiento por segundo año consecutivo (-0,4pp en esta ocasión).

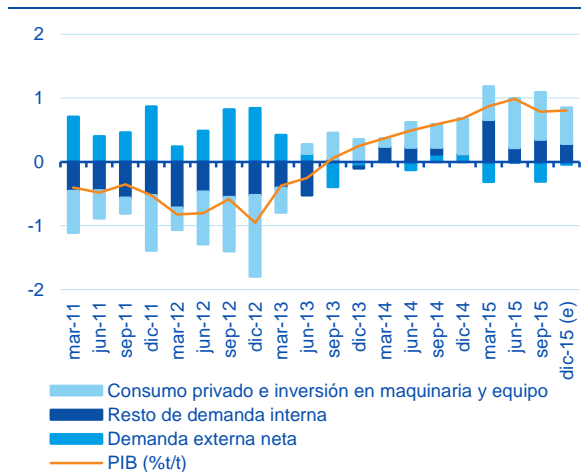
De cara al primer trimestre de 2016, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la tendencia de recuperación de la economía española se está prolongando (previsión MICA-BBVA⁶: 0,8% t/t) (véase el Gráfico 3.2). No obstante, la incertidumbre es elevada, tal y como lo evidencian los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁷, que desde mediados de 2015 señalan una desaceleración de las expectativas de crecimiento (véanse los Gráficos 3.3 y 3.4).

5: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4T15 se publicará el próximo 25 de febrero, siendo posible la revisión de la estimación avance.

6: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>

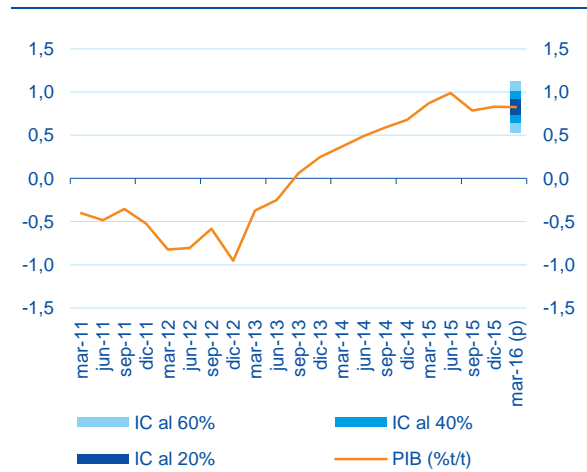
7: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/epUjnr>

Gráfico 3.1
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



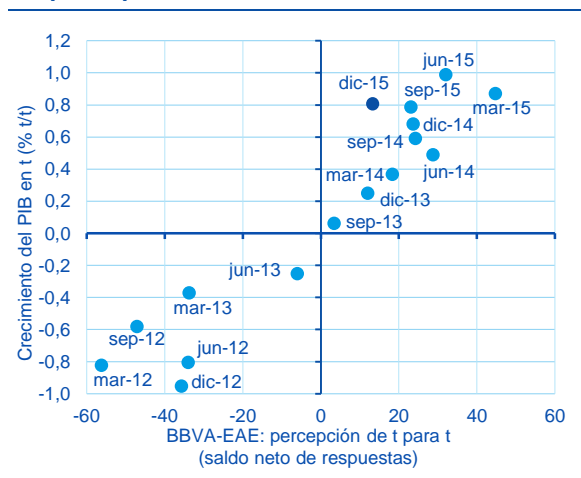
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



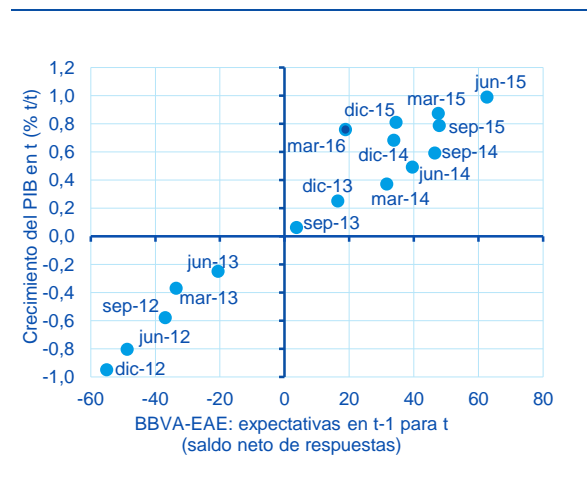
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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

La contribución de la demanda doméstica al crecimiento se duplicó en el conjunto del año, aunque en el 4T15 moderó su dinamismo

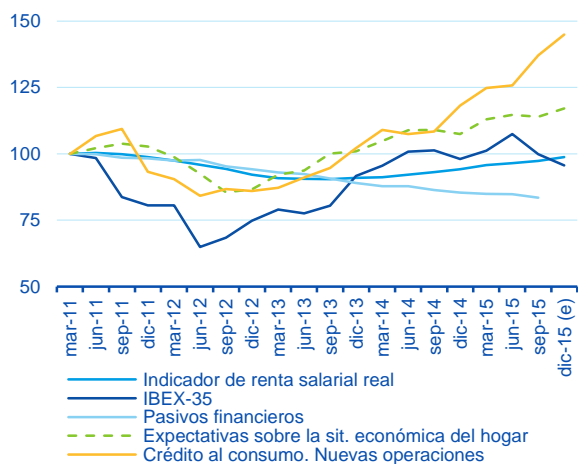
Los indicadores de gasto de los hogares, tanto en bienes como en servicios⁸, sugieren que **el consumo privado habría vuelto a crecer en el cuarto trimestre, pero algo menos que en el precedente**. Respecto a la evolución reciente de sus fundamentales, la renta disponible de las familias habría aumentado entre octubre y diciembre, tanto por el efecto de la creación de empleo sobre el componente salarial, como por el adelanto de la rebaja de la tarifa del IRPF que iba a entrar en vigor en 2016. Por el contrario, el descenso de las cotizaciones bursátiles habría reducido la contribución de la riqueza neta al

8: Un análisis detallado de la evolución del gasto de los hogares por tipo de producto se puede encontrar en la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2015, disponible en: <https://goo.gl/VAKSbs>.

crecimiento del gasto, pese a la disminución prevista de los pasivos financieros y al incremento del precio de la vivienda.

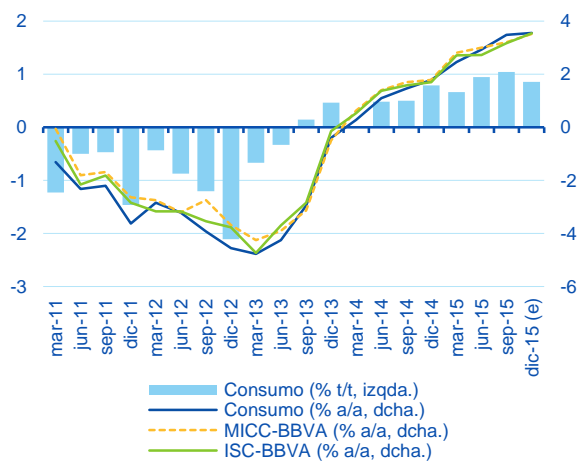
El consumo privado también se vio beneficiado por el aumento de las nuevas operaciones de crédito, mientras que la percepción de los hogares sobre la situación económica continuó siendo favorable al cierre del año (véase el Gráfico 3.5). En resumen, tanto el indicador sintético de consumo (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo (MICC-BBVA) señalan que el gasto de los hogares habría crecido en torno al 0,9% t/t en el 4T15, una décima menos que en el 3T15 (véase el Gráfico 3.6). De este modo, **el consumo privado se habría incrementado alrededor del 3,1% en 2015, casi dos puntos más que en 2014.**

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



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

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



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

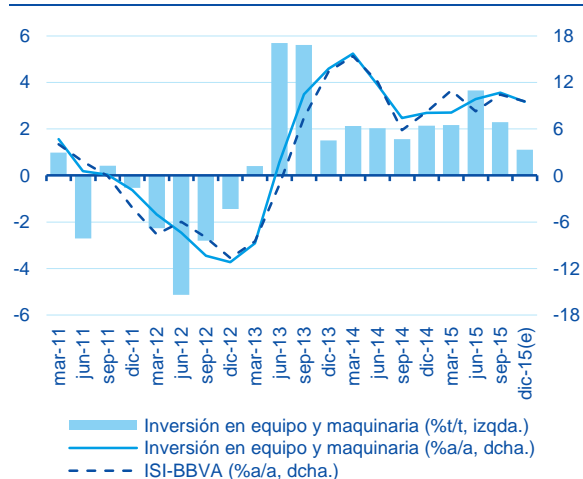
La inversión en maquinaria y equipo habría moderado su crecimiento en el 4T15. A pesar de que las condiciones de financiación continuaron siendo favorables al cierre del año, la mayor incertidumbre –asociada a las economías emergentes, a la volatilidad en los mercados de capitales y al contexto político interno– podría afectar negativamente la puesta en marcha de proyectos de inversión. Así, aunque algunos indicadores de este componente de la demanda se comportaron mejor que en el 3T15, como la confianza industrial y la cartera de pedidos de bienes de equipo, otros se desaceleraron o, incluso, retrocedieron, como la producción industrial o la importación de bienes de capital. Con todo, tal y como refleja el Gráfico 3.7, **el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) sugiere un crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo del 1,1% t/t (9,5% a/a), 1,2pp menos que en el trimestre precedente.** De este modo, 2015 habría concluido con un crecimiento medio de esta partida de la demanda del 9,6% anual, tan solo un punto por debajo del registrado en 2014 (10,6%).

A pesar de las señales mixtas que desprenden sus indicadores, **la inversión en vivienda habría vuelto a crecer en el 4T15 tras el práctico estancamiento observado en el trimestre anterior.** Durante el cuarto trimestre, la dinámica del sector de la construcción se habría caracterizado por una nueva mejora en el empleo y una recuperación de la confianza de los empresarios. Sin embargo, la aprobación de visados de obra nueva se habría resentido respecto al trimestre precedente. Todo ello, en un entorno en el que las ventas de viviendas se habrían mantenido estables respecto al 3T15. Como resultado, **el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) apunta hacia un avance en el 4T15 del 1,1% t/t (3,0% a/a),** y cierra el séptimo trimestre de crecimiento consecutivo (véase el Gráfico 3.8). De este modo, la

inversión residencial habría concluido 2015 con un aumento del 2,9% anual, la primera tasa de crecimiento promedio anual positiva desde 2007.

Gráfico 3.7

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

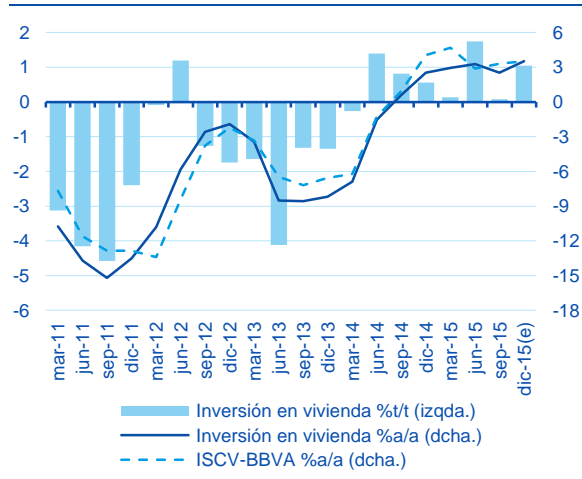


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8

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



(e): estimación.

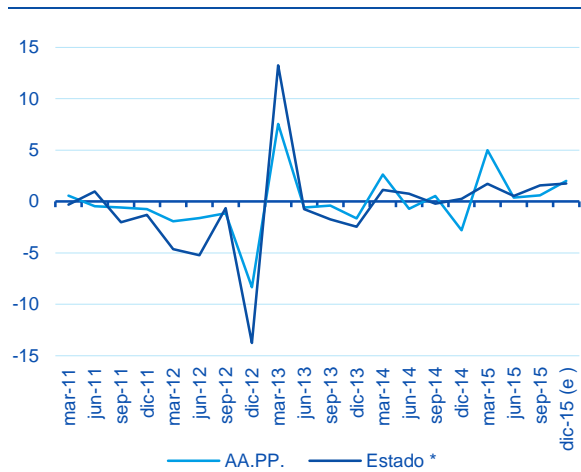
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La demanda pública aumentó al cierre de 2015, en línea con el tono expansivo de la política fiscal

Tras la sorpresa al alza registrada en el tercer trimestre, se estima que el gasto público habría vuelto a expandirse en el cuarto. Una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), las cifras de ejecución presupuestaria del Estado hasta noviembre muestran un **aumento del consumo público nominal ligeramente superior al del trimestre anterior** (véase el Gráfico 3.9). De forma similar, la evolución del empleo público según la Encuesta de Población Activa (EPA), junto con la devolución de una parte de la paga extra de 2012 a los funcionarios, sugieren una **mayor contribución del componente salarial al gasto público**. De hecho, la creación de empleo en el sector público se aceleró en el cuarto trimestre del año hasta el 1,1% t/t CVEC (véase el Gráfico 3.10). En consecuencia, se estima que **el consumo real de las administraciones públicas habría crecido el 1,0% (4,3% a/a) durante el cuarto trimestre de 2015, 0,1pp más que en el 3T15**. Así, el consumo público habría cerrado el año con un incremento en torno al 2,7% respecto al anterior ejercicio contable, la primera expansión de esta partida de la demanda desde 2010.

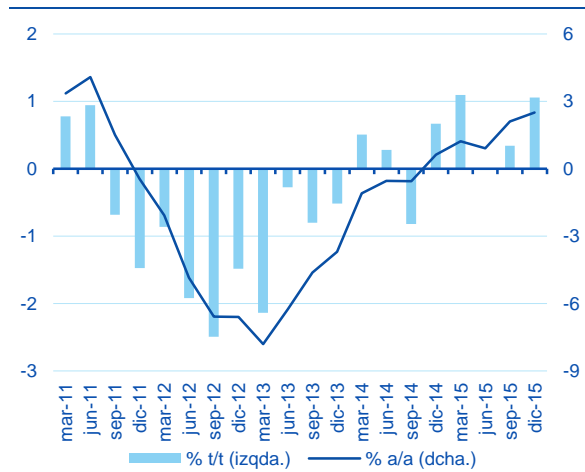
Por su parte, la reducción de la licitación oficial registrada hasta noviembre apunta a una moderación de la inversión pública en el 4T15, tras repuntar en el primer semestre del año. En consecuencia, se estima que **la inversión en construcción no residencial habría atenuado ligeramente su dinamismo, con un crecimiento en el cuarto trimestre en torno al 0,7% t/t (6,6% a/a)**, tres décimas menos que en el 3T15. A pesar de esta desaceleración, la inversión en otras construcciones habría aumentado en torno al 7,6% en 2015, casi siete puntos más que en 2014.

Gráfico 3.9
España: datos observados y estimaciones del consumo público nominal (% t/t, datos CVEC)



(e) estimación.
(*) No incluye, entre otros, el consumo de capital fijo.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 3.10
España: asalariados del sector público (datos CVEC)



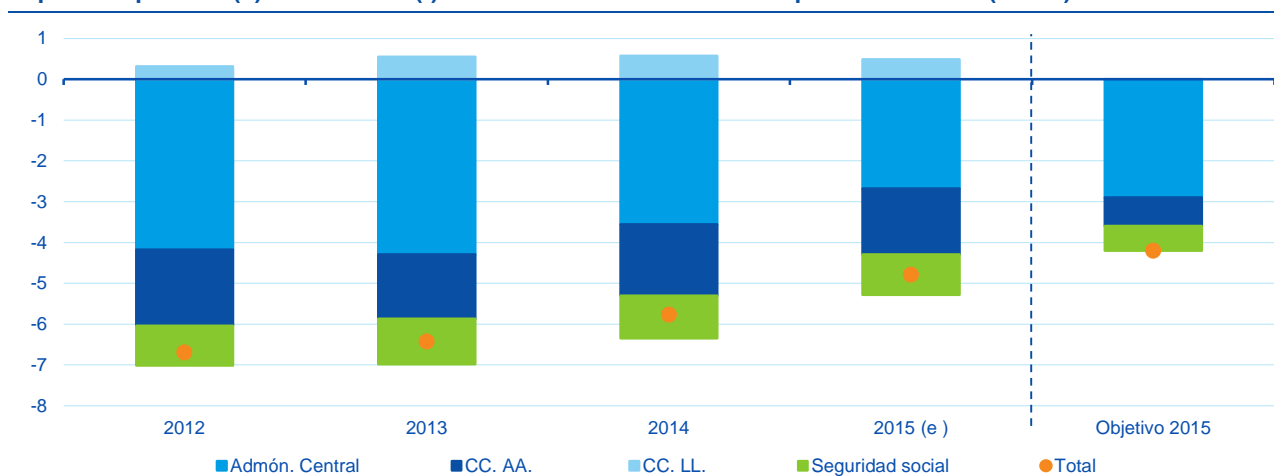
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En este contexto, **la mejora de las cuentas públicas estimada para 2015 habría estado favorecida por la recuperación cíclica de las bases imponibles**, que habría compensado la caída estructural de los ingresos derivada de la rebaja fiscal. Adicionalmente, el gasto público se habría vuelto a ajustar en gran medida por la mejora del mercado laboral, que habría disminuido el importe de las prestaciones por desempleo, y por la reducción de los costes financieros.

De esta forma, **se estima que, al cierre de 2015, el déficit público se habría situado en el 4,8%**, lo que supone un ajuste de casi un punto porcentual del PIB respecto a 2014. **Con todo, no habría sido suficiente para cumplir con el objetivo de estabilidad (4,2%)**. En este sentido, los datos de ejecución conocidos confirmarían un incumplimiento por parte del **conjunto de comunidades autónomas, si bien su déficit de 2015 habría sido inferior al observado en 2014**. Igualmente, la Seguridad Social habría registrado una desviación sobre su objetivo, cerrando el año con un déficit semejante al de 2014. Estas desviaciones habrían sido compensadas, en parte, por el **buen desempeño de las corporaciones locales y, sobre todo, de la administración central**, que habría mejorado en 2015 su registro del año anterior (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11

España: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA. PP. por subsectores (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Los flujos comerciales se desaceleraron al cierre de 2015, pero no ensombrecieron el avance del conjunto año

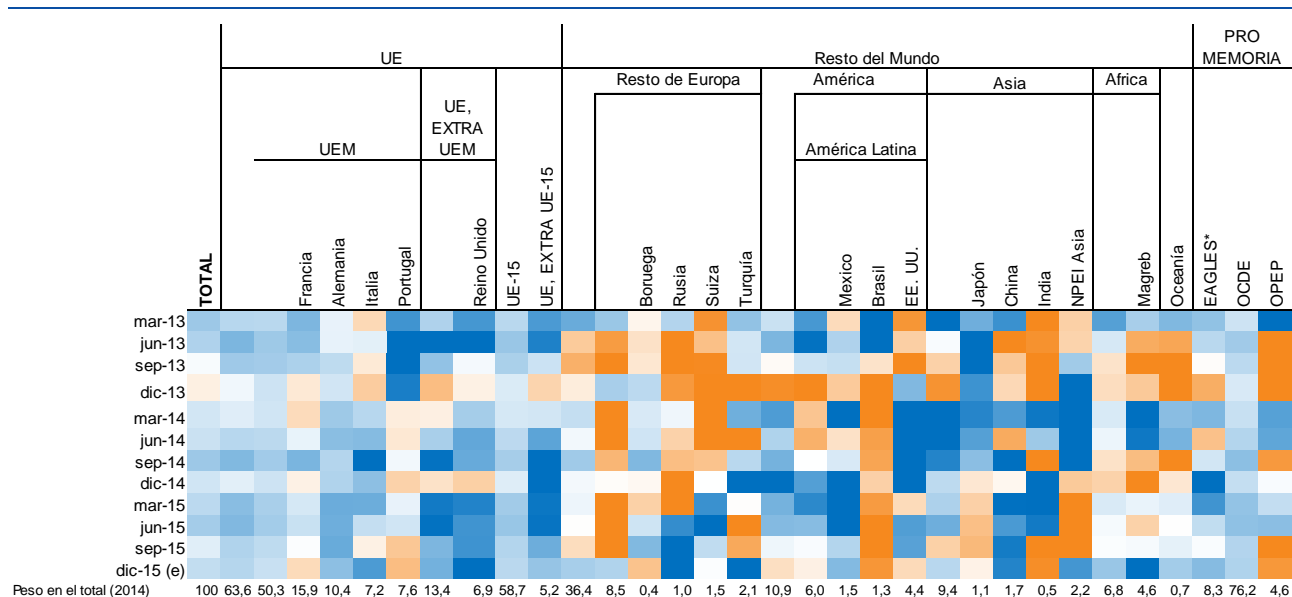
El segundo semestre de 2015 estuvo marcado por una **coyuntura global menos favorable para las exportaciones españolas que la registrada en el primero**. A pesar de que el precio del petróleo volvió a caer y presionó a la baja los costes, el tipo de cambio efectivo real del euro se apreció y el crecimiento de los países emergentes perdió fuerza. En concordancia, los indicadores disponibles de comercio exterior confirman la **caída de la demanda externa de bienes proveniente de algunos de las grandes economías emergentes** (como Brasil, India o Turquía)⁹. No obstante, la tendencia positiva de la demanda en la mayor parte de los socios europeos habría compensado parcialmente la atonía de la extra comunitaria, y habría dado paso a una **modesta expansión de las exportaciones de bienes en el 4T15 (0,7% t/t; 5,2% a/a)** (véase el Gráfico 3.12). Con todo, las ventas de bienes al exterior habrían cerrado 2015 con una expansión elevada (5,1%), ligeramente superior a la del año anterior (4,5%).

Asimismo, **el crecimiento de las exportaciones de servicios durante el último trimestre de 2015 (0,9% t/t; 8,5% a/a) habría sido menor que el del trimestre precedente**. En lo que respecta al turismo, la entrada de visitantes extranjeros mantuvo en 4T15 la tendencia positiva para los principales países de origen (véase el Gráfico 3.13). Así, se estima que **el ritmo de expansión del consumo de no residentes en el territorio nacional habría alcanzado el 0,8% t/t (3,2% a/a)**, lo que habría supuesto un aumento del 3,2% para el conjunto del año (4,3% en 2014). Por su parte, **se estima que las exportaciones de servicios no turísticos habrían avanzado el 1,0% t/t en el último trimestre del 2015 (12,0% a/a)**, por lo que el ejercicio económico se habría cerrado con un incremento del 11,2% anual, cifra que supera al repunte de 2014 (7,9%). **En conjunto, el aumento de las exportaciones totales se habrían ralentizado en el 4T15 hasta el 0,8% t/t (6,2% a/a)**, si bien el crecimiento para el conjunto de 2015 habría sido sólido (5,9%) y ligeramente superior al registrado en 2014 (5,1%).

9: Para más detalles sobre los potenciales canales de transmisión de *shocks* de actividad en China y Grecia, véase el Observatorio Económico de España de septiembre de 2015, disponible en: <https://goo.gl/qlgDn4>

Gráfico 3.12

España: exportaciones de bienes (% t/t, datos CVEC)



(e) estimación.

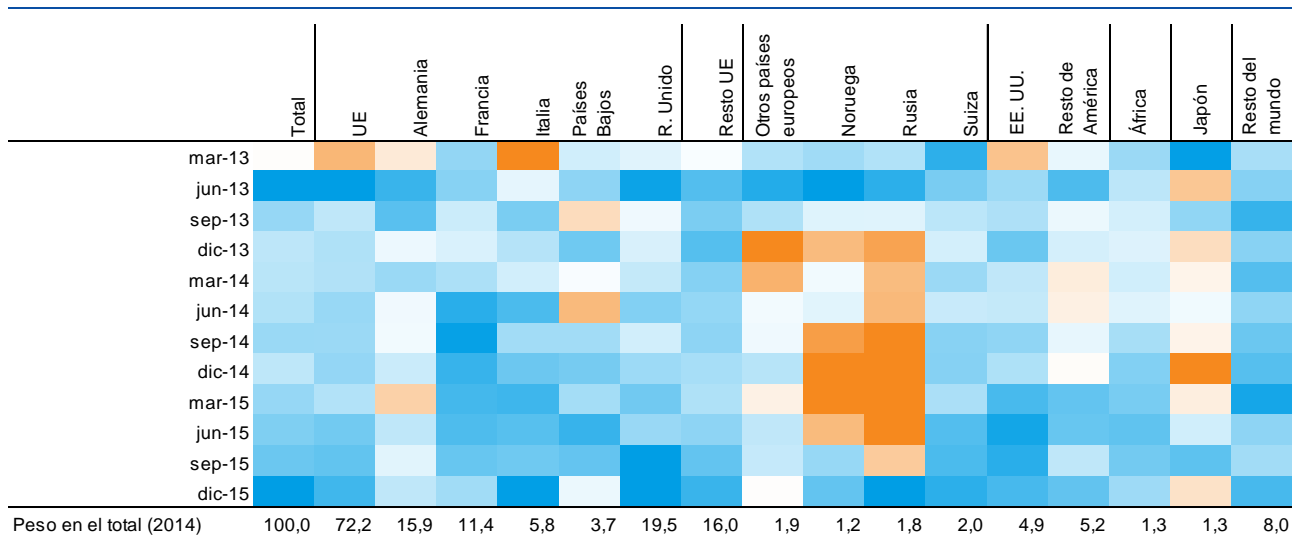
(*): EAGLES: Emerging and Growth Leading Economies

Nota: Un azul más intenso indica un valor más positivo. Un naranja más intenso indica un valor más negativo.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Gráfico 3.13

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



Nota: Un azul más intenso indica un valor más positivo. Un naranja más intenso indica un valor más negativo.

Fuente: BBVA Research a partir de IET e INE

En línea con el comportamiento de la demanda final, los indicadores adelantados disponibles al cierre de esta revista sugieren que **el crecimiento de las importaciones se habría atenuado en el último trimestre del año hasta el 0,9% t/t (8,8% a/a)**. En el conjunto de 2015 las compras de bienes y servicios al exterior habrían repuntado el 7,7%, 1,3pp por encima del avance del año anterior.

En síntesis, los elementos anteriormente mencionados sugieren una **aportación nula de la demanda externa neta al crecimiento en el 4T15** y negativa en el conjunto del año (-0,4pp). Sin embargo, la evolución de los agregados del sector exterior no impidió la **consolidación del superávit de la balanza por cuenta corriente que, apoyado en la disminución gradual del déficit estructural y del déficit energético, habría ascendido al 1,8% del PIB al cierre de 2015**, 0,8pp más que en 2014¹⁰.

La creación de empleo superó el medio millón de personas en 2015

En el cuarto trimestre del pasado año, el mercado de trabajo retomó el dinamismo que había perdido en el tercero. Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social aumentó el 0,8% t/t, cinco décimas más que en el 3T15, y encadenó nueve trimestres de crecimiento. La contratación también repuntó hasta el 2,4% t/t CVEC impulsada por el incremento de los contratos temporales. Por el contrario, el descenso del paro registrado –por décimo trimestre consecutivo– se mantuvo en torno al 1,6% t/t entre octubre y diciembre¹¹ (véase el Gráfico 3.14).

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T15 confirmó la evolución del empleo apuntada por los registros de afiliación. En términos brutos, la ocupación aumentó en 48.800 personas entre octubre y diciembre, en línea con lo anticipado por BBVA Research¹². Corregida la estacionalidad del periodo, el empleo creció en torno al 0,7% t/t, una décima más que en el tercer trimestre. El sector privado y, en particular, los servicios lideraron la creación de empleo.

El repunte del número de asalariados con contrato indefinido (103.400 personas) y la caída de la contratación temporal (63.600 personas) provocaron un descenso estacional de 0,5 puntos de la tasa de temporalidad en el 4T15 hasta el 25,7%. Descontada la estacionalidad, **el porcentaje de asalariados con contrato temporal ha crecido tres puntos porcentuales desde su mínimo cíclico** alcanzado en el primer trimestre del 2013.

El aumento de la ocupación y el retroceso, mayor que el esperado, de la población activa (-120.700 personas), propiciaron una **caída de la tasa de desempleo hasta el 20,9%** (20,9% CVEC). Desde su máximo cíclico en el 1T13, la tasa de desempleo CVEC ha disminuido 5,4 puntos porcentuales (véase el Gráfico 3.15).

El dato del 4T15 cerró el segundo año consecutivo de creación de empleo desde el 2007. La ocupación aumentó en 525.100 personas a lo largo de 2015 (521.900 en términos promedio), el 64,9% en el sector servicios y el 54,7% de naturaleza temporal. Estos resultados ocasionaron un descenso de la tasa de paro de casi tres puntos durante el último año hasta el 20,9% (promedio anual: -2,4pp hasta el 22,1%) a pesar de la reducción de la población activa (-153.200 personas a fin de periodo; -32.600 en promedio anual).

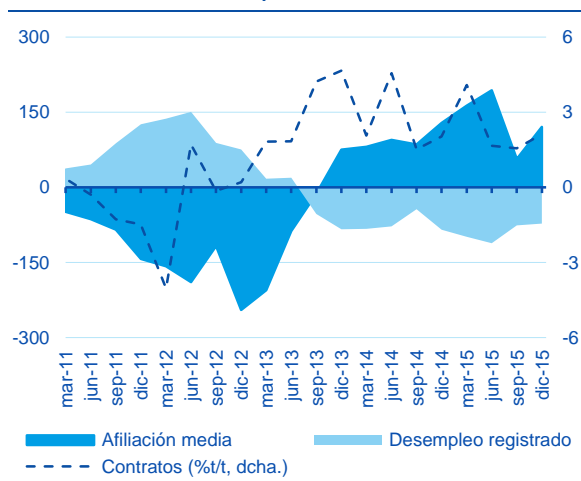
10: Véase el Observatorio Económico: "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España", disponible en: <https://goo.gl/UzNSeu>

11: Los registros de enero prolongaron la tendencia positiva de 2015. Descontada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 35.000 personas, mientras que la caída del desempleo fue de 40.000. Para más información, véase <https://goo.gl/bL2k4X>

12: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 4T15 se encuentra en <https://goo.gl/Shn4Pt>

Gráfico 3.14

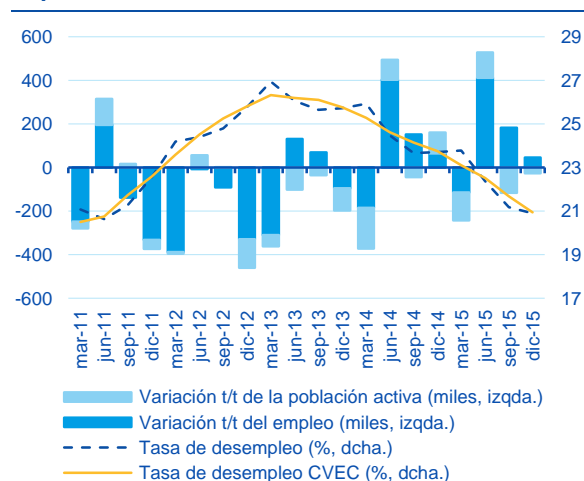
España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.15

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inflación subyacente fue positiva en 2015 a pesar de la caída del precio del petróleo

Los precios generales al consumo dejaron de caer en diciembre de 2015 (media anual: -0,5%), pero volvieron a terreno negativo en enero de 2016, según el indicador adelantado publicado por el INE¹³.

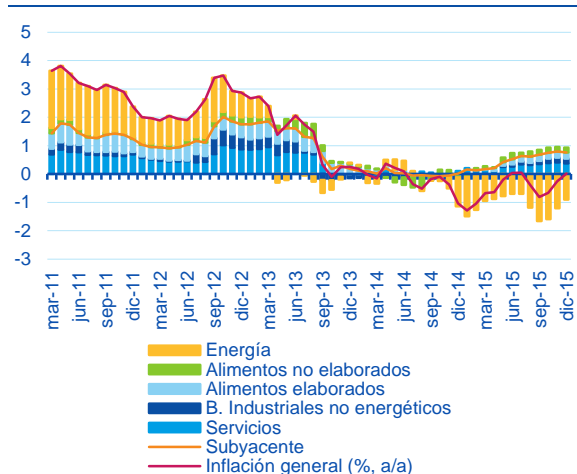
La presión a la baja en los precios se concentra en el componente energético (-13,6% a/a en diciembre) y se deriva, principalmente, del descenso de los precios del petróleo (hasta cerca de los 35 dólares por barril al cierre de este informe). A pesar de la menor inflación importada, **los precios subyacentes mantienen una trayectoria de crecimiento estable (0,9% a/a en 4T15 y 0,6% en promedio anual)**, a la que seguirían contribuyendo la mejora de la demanda interna y las medidas de política monetaria implementadas por el BCE. Así, la contribución de la inflación subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó en diciembre cerca de los 0,8pp, mientras que la del componente residual, en los -0,8pp (energía: -0,9pp y alimentos no elaborados: 0,1pp) (véase el Gráfico 3.16).

De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, el aumento de los precios subyacentes en la economía española continúa teniendo lugar en un entorno de inflación reducida en Europa, lo que está empezando a moderar las ganancias de competitividad-precio en España. Así, **el diferencial de inflación respecto a la zona del euro, medido en términos del componente tendencial, se ha reducido desde los -0,6pp en diciembre de 2014 hasta los -0,4pp en el mismo mes de 2015** (véase el Gráfico 3.17)¹⁴.

13: El indicador adelantado del IPC mostró un descenso de la inflación general en enero del -0,3% a/a debido a la caída en el precio de los carburantes. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse mantenido entre el 0,6% y el 0,7% a/a. Para más detalles véase <https://goo.gl/oLilby>

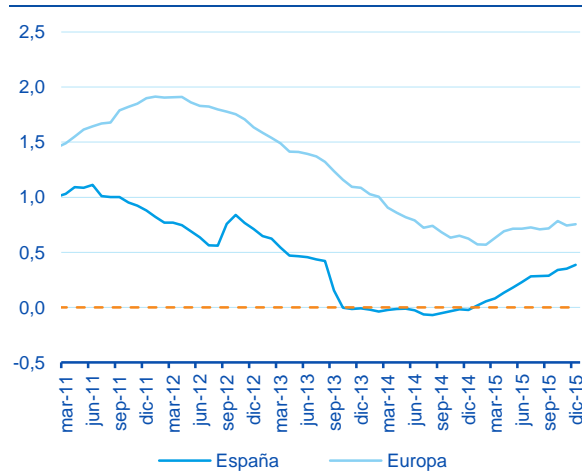
14: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0r1T8>

Gráfico 3.16
España: contribución al crecimiento interanual del IPC (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.17
UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

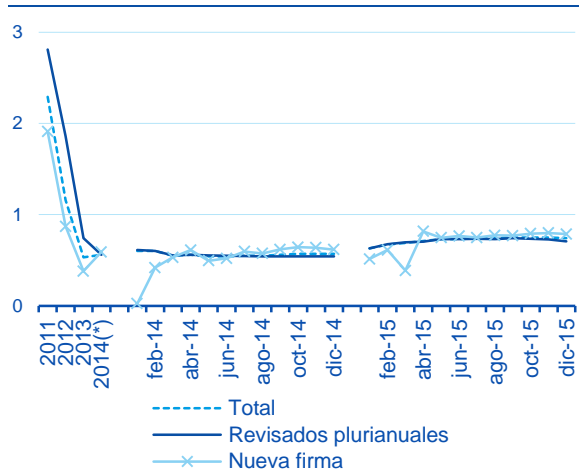
Las demandas salariales se mantuvieron estables durante el cuarto trimestre pese al repunte de la inflación subyacente. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,7% a/a entre octubre y diciembre para los convenios revisados plurianuales y el 0,8% en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 2.487.000 trabajadores¹⁵ (véase el Gráfico 3.18). Por tanto, el crecimiento salarial medio pactado en 2015 fue menor que el 1%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el conjunto del año¹⁶.

Como ilustra el Gráfico 3.19, la moderación salarial evidenciada tras la entrada en vigor de la reforma laboral en el 1T12 ha supuesto una ganancia acumulada de competitividad-coste respecto a la UEM del 5%.

15: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo roza los 6,5 millones hasta diciembre cuando se incorporan los afectados por los convenios firmados antes del 2015 (3.998.000). Esta cifra es un 36,4% mayor que la registrada hasta diciembre de 2014.

16: El III AENC, suscrito a comienzos de junio de 2015 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, establece un conjunto de recomendaciones que orientará la negociación de los convenios colectivos durante los próximos tres años. Al igual que el precedente, el III AENC fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no podrían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno. Si bien el acuerdo no impone explícitamente la inclusión de cláusulas de revisión salarial, sí indica que el crecimiento salarial pactado en el bienio 2015-2016 deberá ser mayor que la suma de las inflaciones de ambos años.

Gráfico 3.18
España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (%)

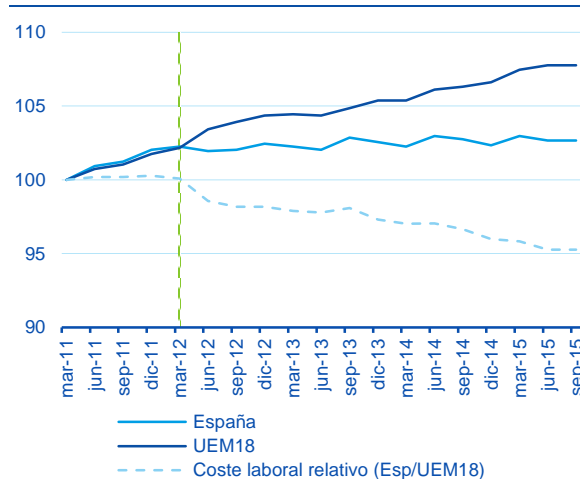


Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

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

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.19
UEM: coste laboral por hora efectiva de trabajo en la economía de mercado (1T11=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

Los nuevos flujos de crédito crecen el 12,0% en 2015 tras caer el 5,9% en 2014

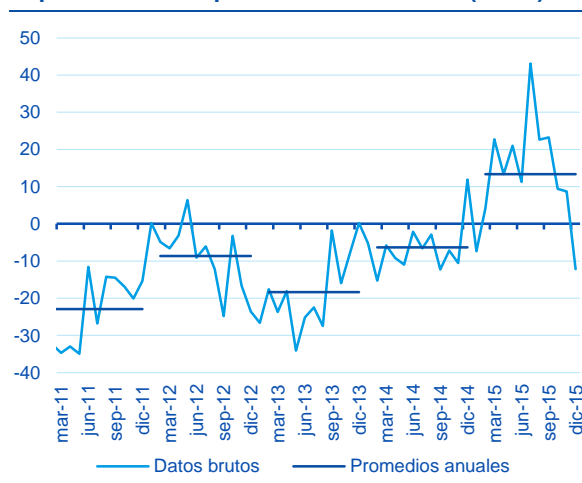
El saldo vivo de crédito al sector privado (o *stock*) se ha seguido reduciendo durante el segundo semestre de 2015, aunque a ritmos cada vez menores (-3,4% interanual en noviembre). Mientras tanto, **las nuevas operaciones concedidas (flujo de nuevo crédito) han aumentado el 12,0% en 2015**, aunque con un perfil que ha ido de más a menos a lo largo del año (véase el Gráfico 3.20). Así, en el cuarto trimestre las nuevas operaciones se desaceleraron hasta igualar los niveles del mismo período de 2014, arrastradas por las operaciones de crédito superior a un millón de euros a empresas. Esta cartera, que es la más voluminosa, consiguió acumular en el año 2015 un aumento del 7,7%. Sin embargo, en el último trimestre las incertidumbres en los mercados internacionales, junto con la posibilidad de financiar sus necesidades crediticias en otros mercados no bancarios a tipos competitivos, pudieron haber condicionado la demanda de crédito de las empresas.

Por el contrario, **el crédito a los sectores minoristas (familias y pymes) aceleró su crecimiento durante 2015 hasta el 16,4%**, cinco puntos porcentuales más que en el año previo, y con un comportamiento relativamente estable en el último trimestre (véase el Gráfico 3.21). Las operaciones por parte de las pymes (aproximadas por los créditos de menos de un millón de euros) aumentaron el 12,8% en 2015, casi cuatro puntos porcentuales más que en el año anterior. Asimismo, los créditos a hogares mostraron un crecimiento pronunciado en todas sus partidas durante 2015, tal que los flujos para adquisición de vivienda se incrementaron el 33,4%, los de consumo el 20,1% y el resto el 17,2%.

El precio del nuevo crédito ha mantenido su tendencia a la baja. Así por ejemplo, los tipos para adquisición de vivienda se situaron en diciembre en el 2,31% (TAE), unos 33 puntos básicos (pb) menos que hace un año, y los del crédito al consumo, en el 8,43% (TAE), aproximadamente 55pb por debajo del mismo mes de 2014. El tipo de interés promedio de los nuevos créditos a pymes se redujo en 85pb en los últimos doce meses hasta el 3,28% (TAE), y el de los créditos a grandes empresas se situó en el 2,13%

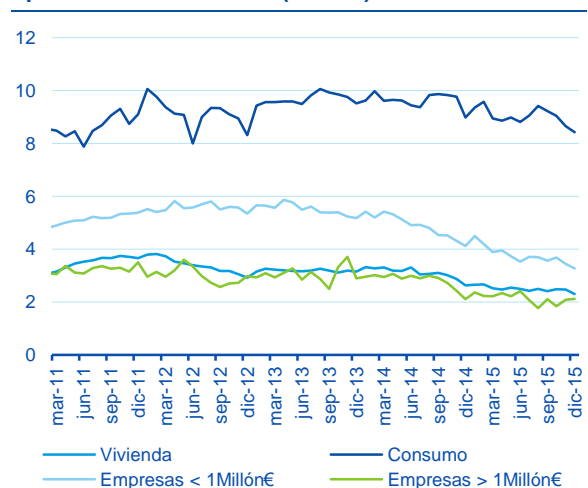
(TAE), al mismo nivel que hace un año. La reducción del euríbor, el menor riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades han favorecido esta evolución.

Gráfico 3.20
España: nuevas operaciones de crédito (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.21
España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2016-2017: la recuperación prosigue

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **los elementos incorporados en la actualización del escenario macroeconómico aconsejan mantener, al menos de momento, las previsiones de crecimiento** de la economía española para el presente bienio. **Tanto en 2016 como en 2017 la actividad crecerá el 2,7%**, un ritmo suficiente para acumular al final del periodo una creación neta de empleo en torno al millón de puestos de trabajo.

La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos. La economía global seguirá creciendo ligeramente por encima del 3,0%, lo que unido a la caída en el precio del petróleo apoyará el aumento de las exportaciones españolas, a pesar de la apreciación del tipo de cambio frente a las divisas emergentes. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria incentivará el aumento de la demanda. A nivel doméstico, la continuidad en la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y una política fiscal moderadamente expansiva contribuirán al incremento de la demanda interna (véase el Cuadro 3.1). El aumento de la demanda final provocará un repunte notable de las importaciones, lo que, probablemente, se saldará con una **aportación negativa de la demanda externa neta al crecimiento**.

Con todo, el incremento de la incertidumbre sobre la política económica en España no permite mejorar, al menos de momento, las expectativas de crecimiento para el presente bienio. Aunque hasta ahora se mantiene una tendencia favorable de actividad y empleo, si la incertidumbre no se disipa rápida y favorablemente, podría tener un impacto relevante sobre las decisiones económicas de empresas y familias (véase el Recuadro 1).

Cuadro 3.1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T15	2T15	3T15	4T15(e)	2014	2015(e)	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,1	2,7	3,3	3,7	0,9	3,0	2,7	2,4
G.C.F Privado	2,4	2,9	3,4	3,5	1,2	3,1	2,8	2,5
G.C.F AA. PP.	1,3	2,1	3,0	4,3	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	6,0	6,3	6,5	6,1	3,5	6,2	4,2	5,6
Equipo y Maquinaria	8,1	9,9	10,7	9,5	10,6	9,6	4,8	5,0
Construcción	6,2	5,5	5,5	5,0	-0,2	5,6	3,8	5,9
Vivienda	2,9	3,3	2,5	3,0	-1,4	2,9	4,2	8,2
Otros edificios y Otras Construcciones	8,8	7,3	7,8	6,6	0,8	7,6	3,5	4,2
Demanda nacional (*)	2,9	3,3	3,9	4,2	1,6	3,6	2,9	3,0
Exportaciones	5,9	6,2	5,6	6,2	5,1	5,9	4,8	5,7
Importaciones	7,2	7,0	7,7	8,9	6,4	7,7	5,8	6,8
Saldo exterior (*)	-0,2	-0,1	-0,5	-0,7	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2
PIB real pm	2,7	3,2	3,4	3,5	1,4	3,2	2,7	2,7
PIB nominal pm	3,1	3,7	4,2	4,5	1,0	3,9	4,1	5,2
Pro-memoria								
PIB sin inversión en vivienda	2,6	3,2	3,4	3,5	1,5	3,2	2,6	2,5
PIB sin construcción	2,3	2,9	3,1	3,3	1,5	2,9	2,6	2,4
Empleo total (EPA)	3,0	3,0	3,1	3,0	1,2	3,0	2,9	2,6
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	23,8	22,4	21,2	20,9	24,4	22,1	19,8	18,3
Empleo total (e.t.c.)	2,9	3,0	3,1	3,1	1,1	3,0	2,5	2,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

Los bajos precios del petróleo dan un nuevo impulso a la actividad

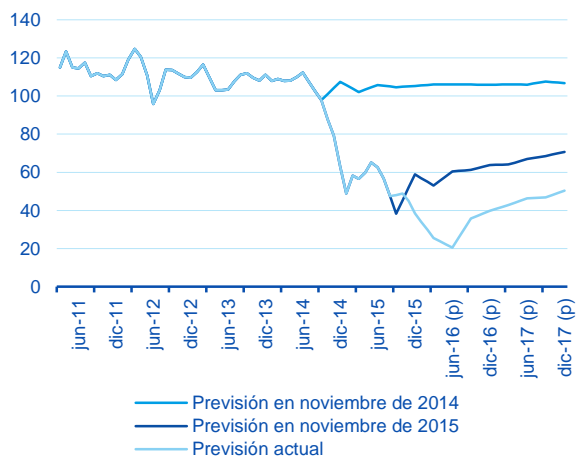
Durante los últimos meses, **el precio de petróleo ha retomado una trayectoria descendente**, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 35 dólares por barril al cierre de este informe, cerca de un 40% por debajo del precio a comienzos del tercer trimestre de 2015 (el 43%, en euros) y un 70% menor que el precio al cierre del primer semestre de 2014 (el 62%, en euros), cuando se produjo el primer cambio de tendencia (véase el Gráfico 3.22). A pesar de que la incertidumbre acerca de la naturaleza de esta nueva caída de los precios continúa siendo elevada, **la información disponible sugiere que se corresponde principalmente con factores de oferta**¹⁷. Entre estos, cabe destacar el aumento de las exportaciones de Irán tras el levantamiento de las sanciones económicas internacionales, la producción de crudo no convencional en EE.UU. (*shale-oil*) y la decisión de la OPEP de no alterar las cuotas productoras.

Al tratarse principalmente de shock de oferta, es de esperar un efecto positivo y significativo sobre la actividad: aumentará la renta disponible de las familias y reducirá los costes de producción de las empresas, lo que favorecerá el consumo, los márgenes empresariales, la inversión y los flujos comerciales. Las previsiones de BBVA Research apuntan a una **estabilización gradual de los precios que, en media anual, se situarán en torno a los 30 y 45 dólares por barril en 2016 y 2017, respectivamente**, un 30% y un 20% por debajo de lo previsto hace tres meses. Dada la elevada dependencia energética de la economía española, **el balón de oxígeno que proporciona este nuevo abaratamiento del petróleo podría**

17: La caída de precios del crudo ha reflejado también una cierta moderación de las expectativas de crecimiento mundial, principalmente en los países emergentes. Sin embargo, las estimaciones de BBVA Research sugieren que este factor ha jugado un papel secundario en el episodio más reciente.

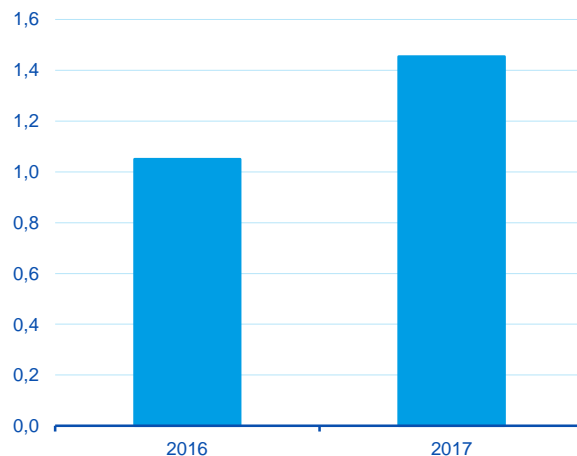
suponer, en promedio, más de un punto adicional al crecimiento durante el presente bienio (véase el Gráfico 3.22)¹⁸.

Gráfico 3.22
Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.23
España: impacto de la caída de los precios del petróleo causada por un aumento de la oferta (pp de crecimiento anual)



Fuente: BBVA Research

La política monetaria continuará actuando de soporte

Ante el aumento de los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la inflación de la economía europea, **el BCE ha ratificado su disposición a utilizar todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato, si fuera necesario.** En diciembre, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria ya adoptó, entre otras medidas, el recorte del tipo de la facilidad de depósito en -10pb hasta el -0,3% y la extensión del programa de compra de activos seis meses más, hasta marzo de 2017. Más recientemente, el CG adelantó que volverá a reconsiderar la postura de la política monetaria en la próxima reunión de marzo, lo que podría dar lugar a una nueva flexibilización de las medidas no convencionales o, incluso, a recortes adicionales de los tipos de interés¹⁹.

En el escenario más probable, se espera que estas medidas –junto con las expectativas de que la Reserva Federal continúe el proceso de normalización de la política monetaria en los EE. UU.– contribuyan a mantener depreciado el tipo de cambio del euro frente al dólar y a contener los riesgos a la baja sobre el crecimiento y la inflación en la zona euro.

La mejora de los flujos de financiación se consolidará en el próximo bienio

De cara a 2016 cabe esperar que el total de nuevas operaciones continúe avanzando en la medida en que no se materialicen las incertidumbres y no se deteriore la actividad económica. Las tendencias apuntan a que el nuevo crédito superará al flujo de amortizaciones y fallidos hacia el verano del 2016, por lo que el *stock* empezará a crecer. Es de esperar que el nuevo crédito aumente tanto por razones de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, y a la espera de disipar las incertidumbres económicas, la mejor situación económica de las empresas (especialmente, de las exportadoras) y los menores tipos de interés

18: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf

19: Para más detalles véanse los Observatorios BCE de BBVA Research publicados el 3 de diciembre de 2015 y el 21 de enero de 2016. Disponibles en <https://goo.gl/GA306o> y <https://goo.gl/Etwfs0>

animarán las solicitudes de crédito. Por el lado de la oferta, la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la política ultraexpansiva del BCE), el menor riesgo de las carteras y los avances en la reestructuración bancaria contribuirán positivamente.

La política fiscal se mantendrá moderadamente expansiva durante los dos próximos años

La última información disponible de ejecución presupuestaria viene a confirmar que **las administraciones públicas aprovecharon la recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación para implementar una política fiscal expansiva en el corto plazo**²⁰. En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal continuará siendo ligeramente expansivo durante el próximo bienio**. Así, el crecimiento real del gasto en consumo público se situará previsiblemente en el 2,5% en 2016 y se moderará hasta el 1,9% en 2017, mientras que la inversión no residencial presentará tasas de crecimiento en torno al 3,5% en 2016 y al 4,2% en 2017.

En este contexto, el impulso del mejor entorno económico se verá compensado en parte por el efecto conjunto de las políticas expansivas implementadas durante 2015-2016. Para el presente año se espera que el ciclo económico vuelva a reducir el déficit, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor carga de intereses y de las prestaciones sociales (pensiones y desempleo, fundamentalmente). También, se prevé cierta contención del resto de partidas de gasto, más intensa en el gasto corriente que en el de capital (véase el Cuadro 3.2). Sin embargo, la rebaja fiscal seguirá incidiendo negativamente en los ingresos estructurales de las administraciones. De esta forma, dadas las políticas anunciadas hasta el momento, **el déficit de 2016 se reduciría 1,3pp hasta situarse en torno al 3,4%, por encima del objetivo de estabilidad (-2,8%).**

Hacia adelante, se prevé que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, de tal manera que en un escenario sin cambios en la política fiscal, **el déficit volvería a reducirse en 2017 y se situaría en torno a 2,3% del PIB** (véase el Gráfico 3.24). De producirse este escenario, el saldo público ajustado de ciclo se situaría en torno al -1,7% a finales de 2017. **Si se descuenta el importe del pago por intereses, se estaría registrando ya superávit primario estructural en torno al 1%, lo que supone una corrección del mismo de más de 10pp del PIB desde 2009** (véase el Gráfico 3.25).

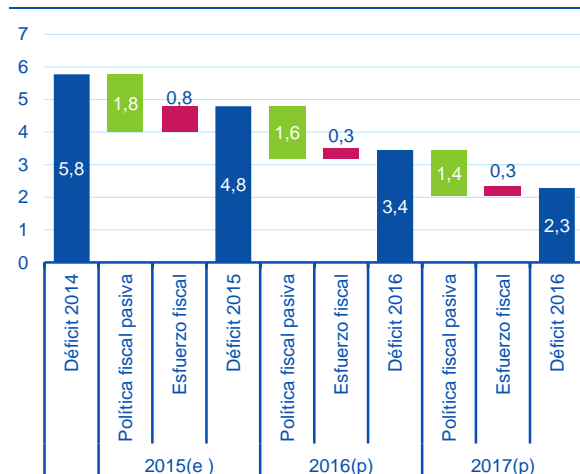
20: Por la vertiente de los ingresos destaca la rebaja tributaria (en vigor en dos fases, en enero y julio 2015); y por el lado del gasto, se incluyen medidas como la devolución a los funcionarios de parte de la paga extraordinaria retirada en diciembre de 2012, o el impulso en 2015 del gasto de capital.

Cuadro 3.2
AA. PP.: capacidad / necesidad de financiación*

(% PIB)	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Remuneración de asalariados	11,0	10,9	10,8	10,7
Consumos intermedios	5,3	5,2	4,9	4,8
Intereses	3,4	3,1	2,8	2,6
Prestaciones por desempleo	2,4	1,9	1,7	1,6
Prestaciones sociales	14,0	14,0	13,8	13,6
Formación bruta de capital	2,2	2,4	2,3	2,4
Otros gastos	6,1	5,9	5,6	5,5
Gastos no financieros	44,4	43,4	42,0	41,3
Imp. sobre la producción	11,5	11,8	11,8	12,0
Imp. sobre la renta, la riqueza, etc.	10,1	10,4	10,4	10,8
Cotizaciones sociales	12,5	12,2	12,2	12,1
Imp. sobre el capital	0,5	0,6	0,6	0,6
Otros ingresos	4,0	3,5	3,5	3,5
Ingresos no financieros	38,6	38,6	38,5	39,0
Necesidad de financiación	-5,8	-4,8	-3,4	-2,3
Objetivo de estabilidad	-5,5	-4,2	-2,8	-1,4

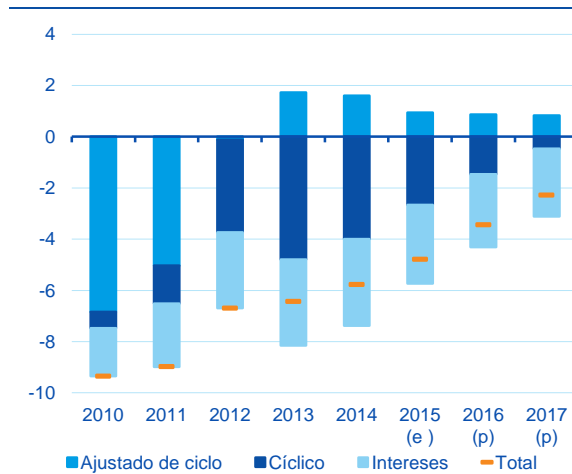
(*): Excluidas las ayudas al sector financiero.
(e): estimación; (p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Gráfico 3.24
AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



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

Gráfico 3.25
AA. PP.: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB)



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

En resumen, se espera que se mantenga el tono ligeramente expansivo de la política fiscal a lo largo de los próximos años. Con todo, en el medio plazo, persiste la incertidumbre sobre la capacidad de las administraciones públicas para generar superávits primarios de una magnitud suficiente como para reducir de forma significativa el elevado nivel de deuda pública alcanzado (se espera que en 2015 haya superado el 100% del PIB). Para ello, es imprescindible que continúen las políticas de control del déficit, pero más importante aún será la implementación de medidas que incrementen la capacidad de crecimiento de la economía.

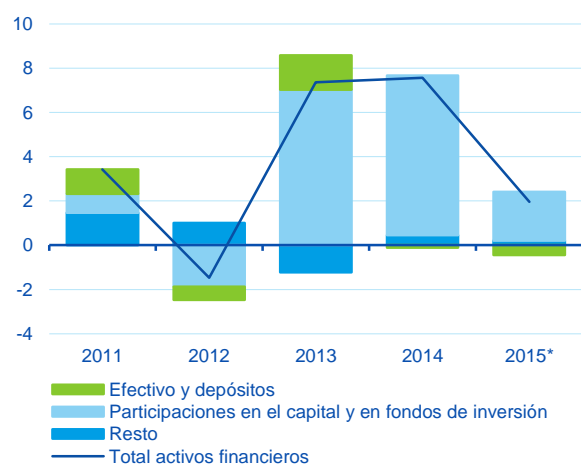
La demanda doméstica privada continuará liderando el crecimiento

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

Por el contrario, la evolución de las cotizaciones bursátiles –que han explicado una parte notable del incremento de los activos financieros en manos de los hogares desde 2013 (véase el Gráfico 3.26)– será más modesta que en los últimos años, lo que reducirá la contribución de la riqueza financiera al crecimiento del consumo²¹, principalmente en 2016 (véase el Gráfico 3.27). Como resultado, **el consumo privado aumentará alrededor del 2,8% en 2016**, en línea con lo previsto en la última edición de Situación Consumo²². **En 2017**, algunos de los factores transitorios que favorecerán el gasto de las familias durante el año en curso desaparecerán, como la rebaja fiscal. En consecuencia, **el crecimiento del consumo privado se moderará hasta el 2,5%.**

Gráfico 3.26

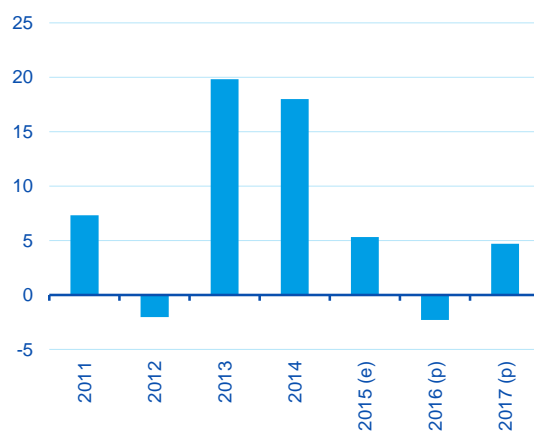
España: contribuciones al crecimiento de los activos financieros en manos de los hogares (promedios anuales en %)



(*): Datos hasta 3T15
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.27

España: riqueza financiera real neta de los hogares* (variación de los promedios anuales)



(*) Deflactada por el deflactor del consumo privado
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Varios factores seguirán propiciando el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo durante el próximo bienio. En primer lugar, el incremento tanto de la demanda doméstica como de las exportaciones seguirá incentivando la ampliación de la capacidad instalada. En segundo lugar, el tono expansivo de la política monetaria asegurará el mantenimiento del coste de la financiación en niveles relativamente reducidos y el aumento de las nuevas operaciones de crédito. Finalmente, la nueva caída de los precios del petróleo supondrá un ahorro de costes y, con ello, el incremento de los márgenes empresariales y la liberación de recursos adicionales que podrán ser destinados a inversión productiva. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre contemplado en el escenario macroeconómico incidirá negativamente en las decisiones de inversión. Así, tras dos años creciendo a un promedio anual del 10,1%,

21: Las estimaciones de BBVA Research indican que una reducción de la riqueza financiera neta real de un 1% trimestral provocaría un descenso acumulado del consumo privado de casi el 0,1% durante los siguientes 4 trimestres

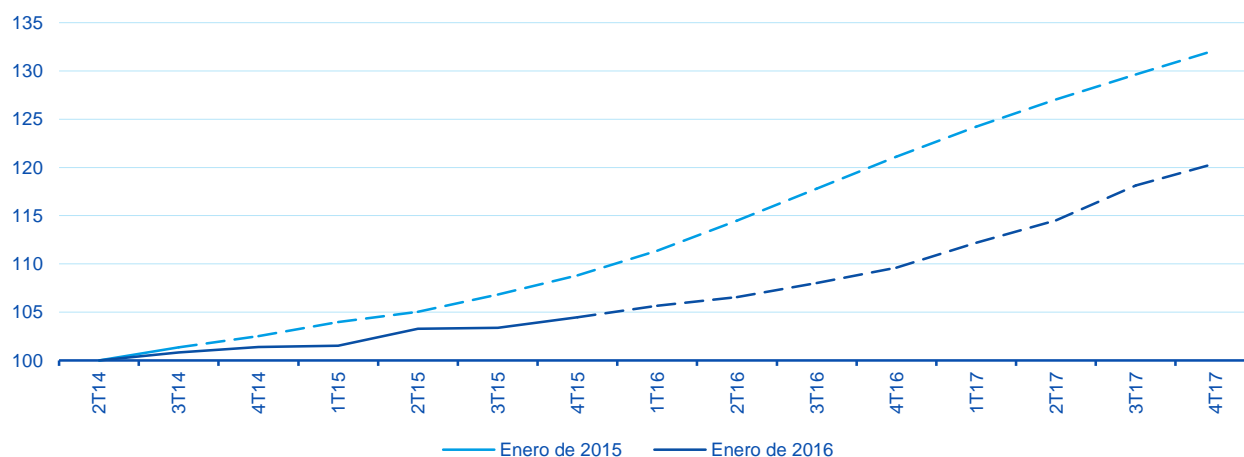
22: Véase <https://www.bbvarresearch.com/public-compuesta/situacion-consumo-segundo-semester-2015/>

se revisa a la baja el crecimiento esperado de la inversión en maquinaria y equipo (en 1,5pp) hasta el 4,8% anual en 2016. En 2017 este componente de la demanda previsiblemente crecerá a una tasa anual del 5,0%.

El sector inmobiliario continúa avanzando en su recuperación, si bien la inversión lo hace a un ritmo inferior al esperado un año atrás (véase el Gráfico 3.28). Pese a ello, los fundamentales en el sector se mantienen en niveles saludables y está previsto que evolucionen positivamente en los próximos dos años. La recuperación del mercado de trabajo y de la renta de los hogares y la previsión de tipos de interés bajos sustentarán el crecimiento de la demanda residencial en el próximo bienio. De este modo, **la actividad constructora responderá al avance de una demanda cada vez más sólida**, con un aumento en la iniciación de viviendas desde los niveles mínimos en los que permanece actualmente.

No obstante, teniendo en cuenta la sensibilidad del sector a la incertidumbre sobre la política económica (que podría ser superior a la de otros sectores dado el elevado peso de la regulación en la ejecución de proyectos inmobiliarios) y que el inicio de la recuperación está siendo menos vigoroso que lo previsto hace un año, **el crecimiento de la inversión en vivienda se revisa a la baja en 2016 hasta el 4,2% anual. Por lo tanto, se retrasa el repunte significativo de esta partida de la inversión hasta 2017, cuando se espera un crecimiento anual del 8,3%.**

Gráfico 3.28

España: escenarios de recuperación de la inversión real en vivienda (2T14 =100)

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las exportaciones seguirán creciendo, pero se verán compensadas por el aumento de las importaciones

La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes, junto con la apreciación del tipo de cambio del euro respecto a las divisas de estos países, **supone un entorno algo menos favorable para las exportaciones españolas en el corto plazo**. Sin embargo, el crecimiento previsto de la economía mundial para el bienio 2016-2017 y el abaratamiento de los costes de transporte como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, siguen justificando una demanda sólida de las ventas al exterior. Así, aunque se revisan a la baja **las perspectivas de crecimiento de las exportaciones para el bienio, éstas siguen siendo favorables: las totales avanzarán a un ritmo medio anual del 5,3%**, las de bienes crecerán en media un 4,9% y el consumo de no residentes aumentará en torno al 2,3%.

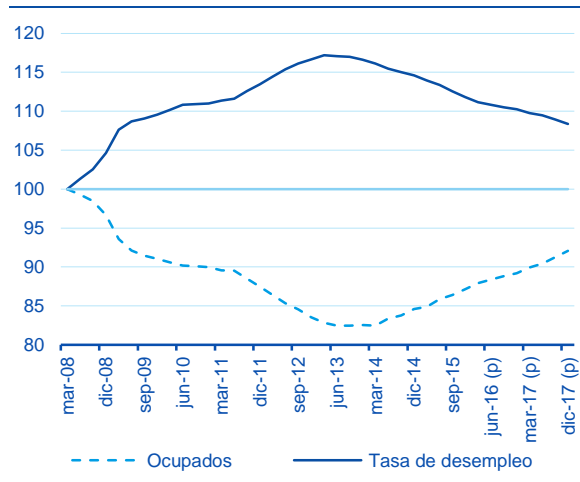
El crecimiento de la demanda final incidirá positivamente en el de las importaciones (5,8% en 2016 y 6,8% en 2017), volviendo a superar al incremento de las ventas exteriores. Así, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento será ligeramente negativa tanto en 2016 como en 2017 (-0,2pp en ambos casos). Durante el próximo bienio, el abaratamiento del precio del crudo continuará aliviando la factura energética de la economía española con el exterior, lo que contribuirá al mantenimiento de los saldos positivos en la cuenta corriente (promedio: 3,0% del PIB).

La recuperación del mercado de trabajo continuará, pero los niveles precrisis todavía se encuentran lejos

La economía seguirá creando empleo durante el próximo bienio. Dado el crecimiento económico esperado, la ocupación podría aumentar en torno al 2,9% en 2016, mientras que la tasa de desempleo se reduciría 2,2 puntos hasta el 19,8%, más de lo previsto en noviembre dadas las perspectivas menos favorables de recuperación de la población activa. En 2017, la creación de empleo sería algo menor (2,6%), mientras que la tasa de paro volvería a descender hasta el 18,3%.

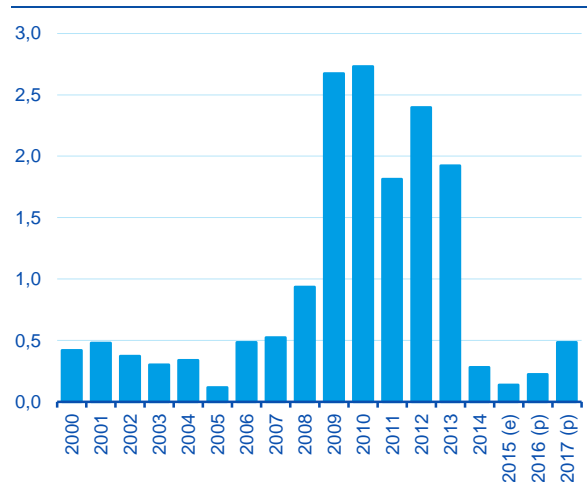
A pesar de que las perspectivas laborales son positivas, la distancia a los niveles precrisis continuará siendo notable a finales del próximo año. Como ilustra el Gráfico 3.29, en el cuarto trimestre de 2017 la ocupación sería en torno a un 8% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría más de 8 puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que crecerá por encima del 2% en 2016 y 2017– sugiere un repunte exiguo de la productividad aparente del factor trabajo hasta converger en 2017 a las cifras precrisis (véase el Gráfico 3.30).

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



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

Gráfico 3.30
España: crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo (%)



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

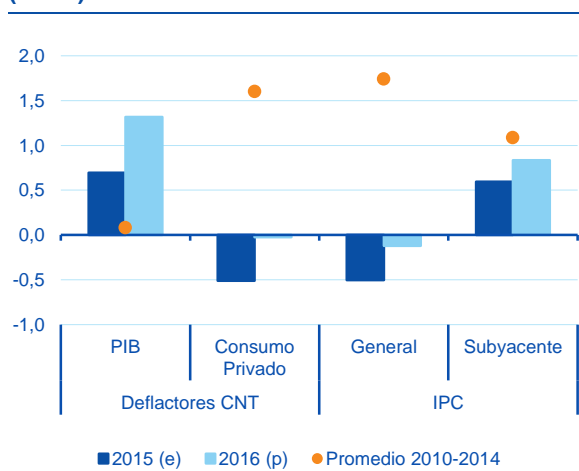
El precio del petróleo lleva a la inflación general a terreno negativo en el corto plazo, pero la subyacente se mantendrá positiva

A pesar de que el tipo de cambio del euro frente al dólar se apreciará algo menos que lo previsto hace tres meses, la revisión a la baja del precio petróleo da lugar a una menor **inflación general para este año que la previamente anticipada (de 1,3 puntos, hasta el -0,1% en promedio anual)**. Sin embargo, los

determinantes domésticos indican que tanto la inflación subyacente como el deflactor implícito del PIB se mantendrán en terreno positivo durante el presente año (0,7% y 1,3% en promedio anual, respectivamente) (véase el Gráfico 3.31).

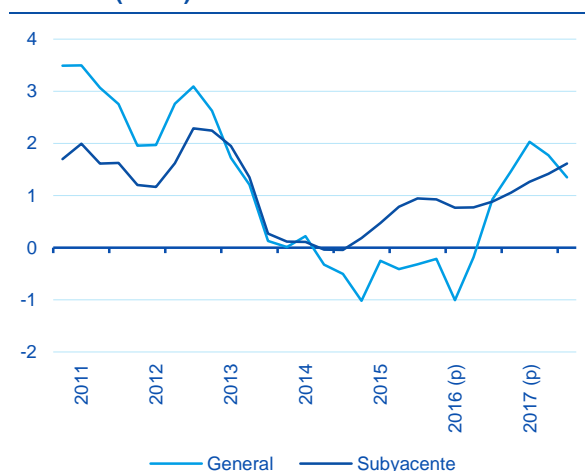
En 2017, tanto la inflación general como la subyacente serán claramente positivas (1,7% y 1,3% en promedio anual, respectivamente), pero continuarán todavía en niveles relativamente reducidos (véase el Gráfico 3.32). Como se adelantaba en ediciones previas de esta publicación, la mejora tendencial prevista de la inflación se apoya tanto en la recuperación de la demanda doméstica y del mercado laboral, como en los **estímulos actuales de la política monetaria** (reducción de tipos de interés, fomento de la disponibilidad de crédito y expansión cuantitativa).

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



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

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



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

El escenario no está exento de riesgos

A pesar de que la economía española continúa creciendo a un ritmo saludable, algunos riesgos externos e internos se mantienen o, incluso, se han incrementado. Entre los primeros, se advierten los asociados a la **desaceleración de las economías emergentes, principalmente en China y en los exportadores de petróleo.**

A nivel doméstico, la incertidumbre respecto a la política económica ha aumentado y no se puede descartar que ejerza mayor presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo. Por último, **se estima que el déficit público volvió a sobrepasar el objetivo de estabilidad en 2015** lo que, en ausencia de medidas, eleva la probabilidad de incumplimiento para los dos próximos años. Mantener la credibilidad sobre el control de las finanzas públicas incide en la capacidad para contener el coste de financiación de una economía excesivamente endeudada con el exterior.

Recuadro 1. La incertidumbre sobre la política económica en España: medición e impacto

La actual incertidumbre sobre las políticas públicas que se implementarán durante los próximos años en España, **junto con la posibilidad de que se prolongue en el tiempo, ameritan el análisis de los efectos que esta situación pueda tener sobre el ciclo económico.** En general, **los estudios coinciden en que existe una relación negativa entre esta fuente de incertidumbre y el funcionamiento de la economía.** Los canales a través de los cuales puede transmitirse la incertidumbre son varios. En cuanto al comportamiento de los mercados financieros, Białkowski *et al.* (2008) encuentran que la volatilidad se incrementa durante las semanas electorales, potenciándose el efecto cuando la coalición para formar gobierno no consigue una mayoría parlamentaria. Por el lado de la inversión, los agentes podrían tener incentivos a posponer la puesta en marcha de nuevos proyectos hasta que la situación les permita prever de mejor manera el horizonte temporal (véanse Bernanke, 1983 y Bloom, 2009)²³. Por el lado de los consumidores, la evidencia relaciona positivamente la falta de previsibilidad con las decisiones de ahorro precautorio (véase Carroll y Sanwick, 1997). Además, numerosos estudios han documentado una relación positiva entre la fragmentación política y el deterioro del déficit fiscal (véase, por ejemplo, Volkerink y De Haan, 2001), lo que puede tener consecuencias negativas en la percepción de solvencia de un país.

Teniendo en cuenta algunos de estos posibles canales de transmisión hacia el ciclo económico, el **objetivo** del presente recuadro es doble. Por un lado, **identificar señales tempranas de incertidumbre política** a través del aislamiento del comportamiento idiosincrático a España en la dinámica de variables financieras, reales y del índice de incertidumbre de política económica (EPU, por su acrónimo en inglés). Este índice fue

creado por Baker *et al.* (2015) y se basa en el número de artículos publicados en periódicos locales que contienen simultáneamente términos relacionados con incertidumbre, economía y política²⁴. Por otro lado, **se estiman los efectos de dicha incertidumbre sobre la actividad económica.**

En línea con la evidencia existente, los resultados del análisis indican que **aumentos en el nivel de incertidumbre sobre la política económica se traducen en una reducción significativa de la actividad.** En particular, se verifica que, dependiendo de la magnitud y persistencia, el incremento de la incertidumbre sobre la política económica en España **podría generar reducciones de la tasa de crecimiento del PIB que varían entre los 0,2 y los 0,5pp en 2016 y entre los 0,3 y los 1,1pp para 2017.** No obstante, es necesario interpretar estos resultados con cautela, dado que durante el período de muestra utilizado para estimar el modelo no se han producido episodios similares al que hoy en día se vive en España.

Distinguiendo el comportamiento idiosincrático de las variables

Con el **objetivo de ofrecer señales tempranas de efectos ligados a la incertidumbre sobre la política económica,** se han seleccionado, además del EPU, otras cuatro variables (dos financieras y dos de actividad) que potencialmente pueden reflejar de forma adelantada un deterioro en la percepción sobre las expectativas de crecimiento: la volatilidad bursátil implícita (a 30 días), la prima de riesgo del bono español a 10 años respecto al alemán y los indicadores de confianza industrial y del consumidor elaborados por la Comisión Europea. Para **extraer de estas variables la evolución que pueda adjudicarse a movimientos comunes a Europa²⁵ y quedarse con la**

23: Por su parte, Julio y Yook (2012) han documentado, utilizando una muestra de 48 países, una menor inversión de las empresas en años electorales, reducción que se prolonga hasta que se resuelve la incertidumbre electoral.

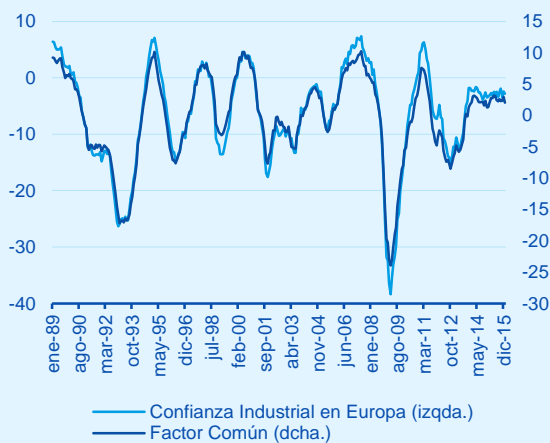
24: Si bien en términos de Knight (1921) la incertidumbre no es mensurable, entendemos que el índice de noticias creado por Baker *et al.* (2015) es una aproximación válida siempre que se tengan en cuenta las limitaciones inherentes al mismo.

25: En general, se ha incluido a España, Italia, Portugal, Reino Unido, Alemania, Francia y Grecia, aunque la muestra de países varía dependiendo de la disponibilidad de datos para cada una de las variables.

puramente idiosincrática a España, se utilizan modelos de factores dinámicos²⁶.

El Gráfico R.1.1 muestra, a modo de ejemplo, la evolución del factor común de los indicadores de confianza industrial de la Comisión Europea para los países incluidos en el ejercicio y el indicador de confianza industrial para la zona euro²⁷. 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 confianza de cada país. Los resultados son cualitativamente similares para el resto de las variables²⁸.

Gráfico R.1.1
Confianza industrial: factor común a Europa e indicador para la zona del euro

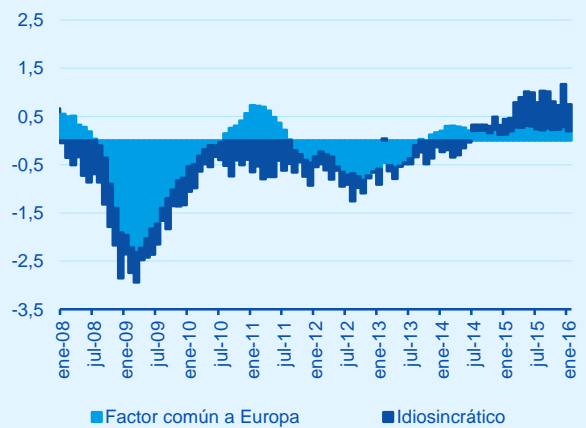


Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea

El Gráfico R.1.2 exhibe la descomposición del indicador de confianza industrial de España. Como se puede observar, la importancia del factor idiosincrático ha jugado un rol diferenciador positivo respecto de la evolución adjudicable a Europa desde julio de 2014. De forma similar, el Gráfico R.1.3 muestra la descomposición para la prima de riesgo española. La evolución observada para el factor común sugiere que su dinámica está estrechamente relacionada con la de los países periféricos de Europa. Respecto al comportamiento del componente idiosincrático a

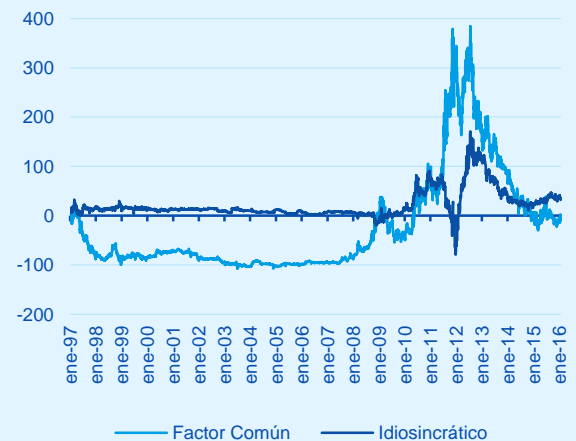
España, resalta lo ocurrido entre junio de 2011 y enero de 2012, con una diferenciación favorable en comparación a la evolución del factor común. Asimismo, se observa un aumento de la parte idiosincrática desde finales de 2014.

Gráfico R.1.2
España: contribuciones a la confianza industrial del factor común y del componente idiosincrático (datos normalizados)



Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea

Gráfico R.1.3
España: contribuciones a la prima de riesgo del bono a 10 años del factor común y del componente idiosincrático (desviación respecto a la media histórica)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

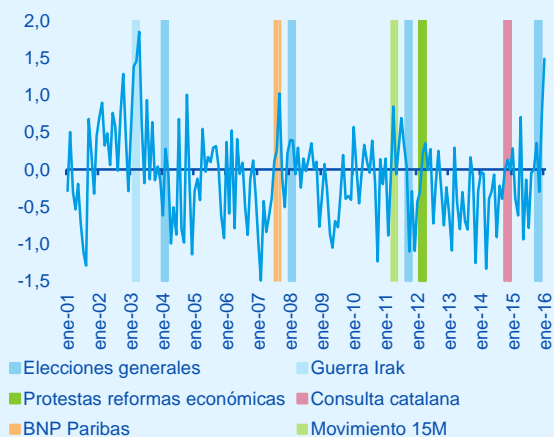
26 Véase el Anexo para detalles sobre la metodología.

27: Cabe aclarar que la zona euro no se incluye como 'país' adicional para estimar el modelo, sino solo los indicadores propios de los países seleccionados.

28: Los indicadores a nivel europeo del resto de las variables son el Indicador de confianza del consumidor para la zona euro, la volatilidad del Eurostoxx 50 y el EPU de Baker *et al.* (2015) para Europa. En el caso de las primas de riesgo, no existe un indicador común para Europa.

Al analizar la evolución de la parte idiosincrática a España del EPU, conviene relacionarla con distintos sucesos políticos ocurridos en los últimos años (véase Gráfico R.1.4). Como se observa, los incrementos coinciden con algunos de los acontecimientos que, efectivamente, suscitaron tensiones en el país. Asimismo, también se recoge que, exceptuando las últimas, la celebración de elecciones generales no ha reflejado incrementos idiosincráticos significativos del EPU. De hecho, para encontrar uno de magnitud similar al de enero de 2016 hay que remontarse a los sucesos relacionados con la invasión de Irak en 2003.

Gráfico R.1.4
España: componente idiosincrático del EPU (datos normalizados)



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

Efectos en la actividad de un shock de incertidumbre sobre la política económica

Los componentes idiosincráticos a España para cada una de las variables anteriormente mencionadas se han utilizado para analizar los efectos potenciales de incrementos de la incertidumbre sobre la política económica en la actividad. Para poder diferenciar estos últimos de episodios donde aumenta la incertidumbre por

eventos políticos sin percibirse un deterioro de las expectativas económicas, se ha estimado un modelo estructural de vectores autoregresivos (SVAR) identificado con restricciones de signo²⁹.

Para el caso que nos atañe, se han contemplado cuatro posibles especificaciones del modelo, que se diferencian en el número de variables incluidas y restringidas. Las restricciones de identificación por signos 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 0	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
EPU	(+)	(+)	(+)	(+)
Prima de riesgo	(+)	(+)	(+)	(+)
Confianza industrial		(-)	(-)	(-)
Volatilidad bursátil			(+)	(+)
Confianza del consumidor				(-)

Fuente: BBVA Research

En el modelo 3, por ejemplo, se ha supuesto que aumentos de la incertidumbre política debieran afectar simultánea y negativamente a la evolución de los componentes idiosincráticos tanto del EPU como de las variables asociadas a los mercados financieros y a la confianza de los agentes. Cabe señalar que el modelo no impone restricción alguna en lo que respecta a la respuesta del PIB (MICA-BBVA), supuesto imprescindible para garantizar que los resultados obtenidos en este trabajo no han sido impuestos por construcción.

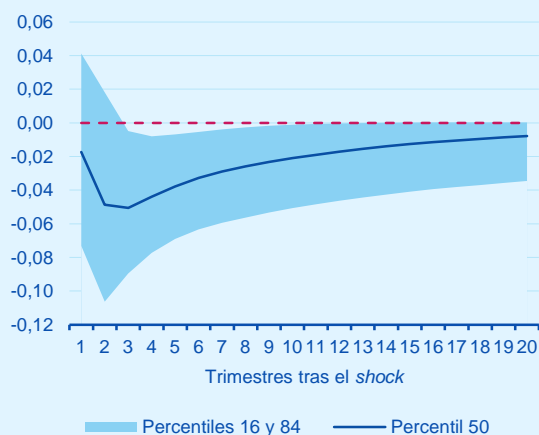
En el Gráfico R.1.5 se muestra el principal resultado que se desprende de las estimaciones, tomando como referencia la especificación más parsimoniosa que incluye al menos una variable financiera y una real (modelo 1). Como se puede observar, la función de impulso respuesta sugiere que **aumentos en el componente idiosincrático**

29: La metodología, introducida inicialmente por Faust (1998), Uhlig (1999 y 2005) y Canova y De Nicoló (2002) para identificar 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.

de la incertidumbre política tienen un impacto negativo sobre la economía real. Dicho efecto es estadísticamente significativo a partir del tercer trimestre y se disipa tras nueve trimestres³⁰.

Gráfico R.1.5

España: respuesta del PIB a un shock de incertidumbre política (pp de la tasa de crecimiento trimestral, modelo 1)



Fuente: BBVA Research

Los resultados para los modelos 2 y 3 son cualitativamente similares. Por el contrario, el modelo 0, que no incluye la parte idiosincrática de la confianza industrial, no exhibe variaciones estadísticamente significativas del PIB. Este resultado, junto con el mencionado retraso en la respuesta del PIB al shock, está en línea con las teorías que indican que el incremento de la incertidumbre impactaría sobre el crecimiento a través de los cambios generados en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes.

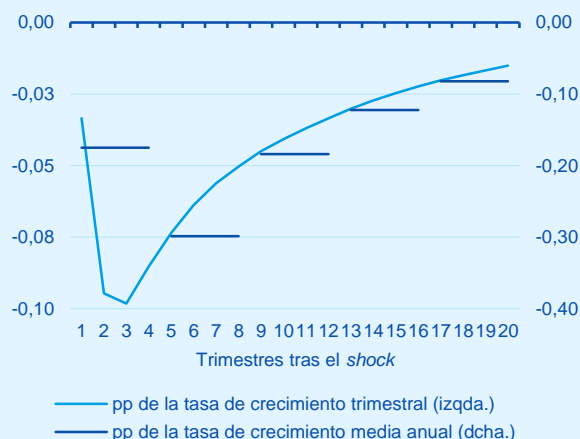
Posibles respuestas de la economía española al aumento de la incertidumbre política

Lo inédito del escenario político español hace que no sea posible utilizar experiencias pasadas para tener una noción respecto a la posible magnitud y duración del shock de incertidumbre política. Por ello, se han realizado tres ejercicios de simulación que tienen por objeto ejemplificar los posibles

efectos sobre la actividad. La primera simulación consiste en apoyarse en el **incremento idiosincrático de la incertidumbre sobre la política económica observado en enero de 2016** (mes siguiente a las elecciones generales). Al simular un shock de estas características, se obtiene que la **disminución en la tasa de crecimiento del PIB sería de 0,2pp el primer año y de 0,3pp el segundo** (véase el Gráfico R.1.6)³¹.

Gráfico R.1.6

España: respuesta del PIB a un shock de incertidumbre política similar al observado en ene-16



Fuente: BBVA Research

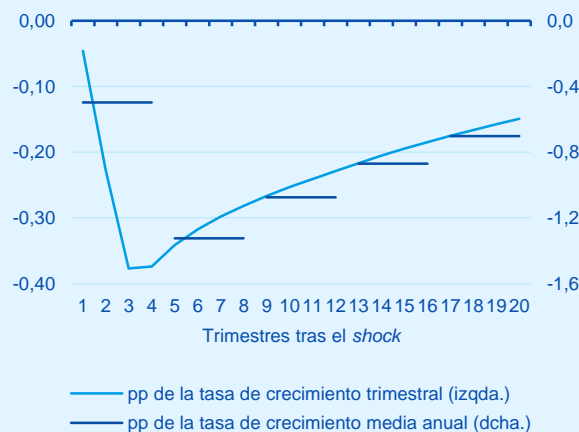
En el segundo ejercicio se estudian las consecuencias de que **el incremento de incertidumbre de enero se mantenga en el corto plazo**. Para ello, se ha asumido que el repunte de la incertidumbre observada en enero se mantiene constante durante seis meses y luego revierte. Los resultados del ejercicio indican que los efectos sobre el PIB serían de mayor profundidad y más permanentes que los descritos para el caso anterior. En particular, se estima una **disminución de la tasa de crecimiento del PIB de 0,5 y 1,3pp durante el primer y segundo año**, respectivamente (véase el Gráfico R.1.7).

30: Véase el Anexo para los gráficos de impulso-respuesta del resto de las variables incluidas en el modelo 1. Los resultados para el resto de los modelos estimados están a disposición del lector bajo petición a los autores.

31: Estos resultados están en línea con los recientemente obtenidos por Fernández-Villaverde y López Salido en un ejercicio de características similares donde se analiza también el impacto potencial de la incertidumbre política (véase <http://goo.gl/A329D4>). Las principales diferencias del ejercicio radican en las variables utilizadas para la estimación, en la no distinción de los comportamientos idiosincráticos de las variables y en la identificación del modelo VAR a través de una descomposición de Cholesky y no con restricciones de signo.

Gráfico R.1.7

España: respuesta del PIB a un *shock* persistente (6 meses) de incertidumbre política

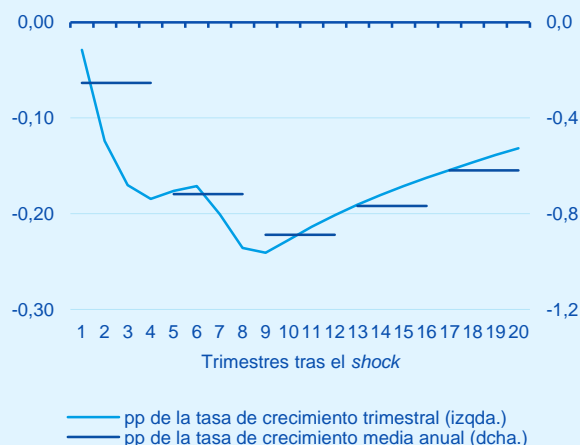


Fuente: BBVA Research

El último ejercicio consiste en **replicar, para el caso español, el aumento de la incertidumbre política surgida en Italia tras las elecciones de febrero de 2013**³². Por ello, se ha utilizado el modelo anteriormente descrito para estudiar el caso italiano y se ha estimado tanto la duración del *shock* como su contribución al deterioro de las variables incluidas en el modelo. En particular, nuestras estimaciones sugieren que la parte idiosincrática del EPU italiano podría haberse visto afectada durante 2 años. Cabe destacar que, a pesar de la elevada persistencia, en el caso italiano se observó un incremento del componente idiosincrático del EPU moderado. Por ejemplo, en el primer mes posterior al comienzo de la crisis el *shock* fue solo dos tercios del observado en España en enero de 2016. Simulando un *shock* de características similares para el caso español se desprende que el impacto sobre el PIB supondría **una disminución de 0,3pp en la tasa de crecimiento durante el primer año, y de 0,7 y 0,9pp en los dos años siguientes** (véase el Gráfico R.1.8).

Gráfico R.1.8

España: respuesta del PIB a un *shock* de incertidumbre político similar al caso italiano



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 el otro, la magnitud y duración del *shock* inducido por la incertidumbre política actual son todavía inciertas, teniendo las simulaciones presentadas un objetivo meramente ilustrativo.

Por otro lado, tras las elecciones municipales y autonómicas de 2015 ha habido cambios en regulaciones, proyectos, licencias, contratos o adjudicaciones, cuyo impacto en la incertidumbre sobre la política económica podría no haberse reflejado en toda su intensidad en el EPU. Dada la inexistencia de indicadores o encuestas más precisos contruidos con esta finalidad, conviene recordar que el EPU es solo una aproximación de esta fuente de incertidumbre, que no es posible observar.

Por último, para evaluar los efectos de la incertidumbre política durante los próximos meses será necesario, una vez se dispongan de los datos, elaborar un ejercicio contrafactual que informe cuál podría haber sido el crecimiento de la economía en ausencia del presente *shock*.

32: Las elecciones generales de febrero de 2013 en Italia derivaron en un gobierno de coalición por la amenaza constante de ruptura y llamamiento a nuevas elecciones. La carencia de la estimación del EPU para países como Grecia o Portugal no permiten trasladar sus experiencias al caso español.

Conclusiones

La incertidumbre sobre las medidas de política económica a implementar durante los próximos años parece ir en aumento. El análisis de las consecuencias que ello pudiese tener sobre la economía real se ha vuelto relevante. Con este objetivo, en el presente trabajo se han evaluado y analizado distintos escenarios. Los resultados de las simulaciones indican que el incremento de la incertidumbre sobre la política económica **podría generar reducciones de la tasa de crecimiento del PIB que, dependiendo de la magnitud y persistencia, varían entre los 0,2 y los 0,4pp para el primer año y de entre los 0,3 y los 1,1pp para el segundo.** No obstante, es necesario interpretar estos resultados con la cautela que deviene de la falta de episodios similares de incertidumbre política a nivel nacional como el que existe hoy en España.

Referencias

- Baker, Scott R., Bloom, Nicholas, y Davis, Steven J. "Measuring Economic Policy Uncertainty." NBER Working Paper No.21633 (2015)
- Bernanke, Ben S. "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment." *The Quarterly Journal of Economics* (1983): 85-106.
- Białkowski, Jędrzej, Katrin Gottschalk, y Tomasz Piotr Wisniewski. "Stock market volatility around national elections." *Journal of Banking & Finance* 32.9 (2008): 1941-1953
- Bloom, Nicholas. "The impact of uncertainty shocks." *econometrica* 77.3 (2009): 623-685.
- Canova, F. y G. de Niccolo, "Monetary Disturbances Matter for Business Cycle Fluctuations in G-7", *Journal of Monetary Economics*, 49.6 (2002): 1131-1159.
- Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21
- Carroll, Christopher D., y Andrew A. Samwick. "The nature of precautionary wealth." *Journal of monetary Economics* 40.1 (1997): 41-71.
- Faust, J. "The Robustness of Identified VAR Conclusions about Money", *Carnegie Rochester Series en Public Policy*, 49 (1998). 207-244
- Fernández-Villaverde, J. y López Salido. D (2015). *Los Costes de la Incertidumbre Política en España* [Entrada en el blog NeG]. Disponible en <http://goo.gl/A329D4>
- Julio, Brandon, y Youngsuk Yook. "Political uncertainty and corporate investment cycles." *The Journal of Finance* 67.1 (2012): 45-83.
- Knight, Frank H. *Risk, Uncertainty, and Profit.* Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co. (1921). Library of Economics and Liberty
- Uhlig, H. "What are the Effects of Monetary Policy: Results from Agnostic Identification Approach", *Tilburg University Working Paper*, 9928 (1999).
- Uhlig, H. "What are the Effects of Monetary Policy on output? Results from an agnostic identification procedure", *Journal of Monetary Economics*, 52.2 (2005). 381-419
- Volkerink, Bjørn, and Jakob De Haan. "Fragmented government effects on fiscal policy: New evidence." *Public choice* 109.3-4 (2001): 221-242.

Anexo

Descripción metodológica: modelo de factores dinámicos

Siendo x_t^j la variable de estudio (e.g., confianza industrial) para cada uno de los j países incluidos en la muestra ($j = 1, \dots, J$), se asume que su dinámica se encuentra explicada por una parte común a los J países (F_t) y por otra idiosincrática a cada país (e_t^j). Utilizando una representación vectorial, sea $X_t = [x_t^1, \dots, x_t^J]'$ y $e_t = [e_t^1, \dots, e_t^J]'$, es posible escribir:

$$X_t = \sum_{s=0}^S BF_{t-s} + \sum_{s=0}^S e_{t-s} \quad (1)$$

donde $B = [\beta^1, \dots, \beta^J]'$ es el vector de parámetros que mide la importancia que tiene el factor común para cada x_t^j . Dependiendo de la variable de estudio, se asume que X_t depende de $s = 0, \dots, S$ retardos del factor. Por otro lado, la dinámica del modelo viene dada por:

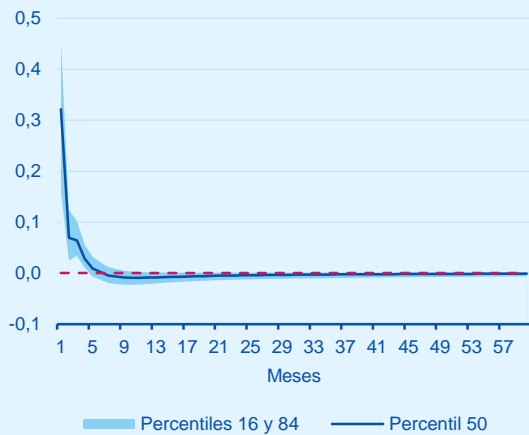
$$F_t = \varphi_h F_{t-h} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim N(0,1)$$

$$e_t^j = \varphi_h^j e_{t-h}^j + \epsilon_t^j \quad \epsilon_t^j \sim N(0, \sigma_{\epsilon^j}), \forall j$$

donde φ_h y φ_h^j definen un orden autoregresivo h . Se asume, además, que los errores ε_t y ϵ_t^j son independientes y no correlacionados serialmente entre sí. Escribiendo el modelo en forma de espacio-estado, las estimaciones pueden hacerse por máxima verisimilitud utilizando el filtro de Kalman.

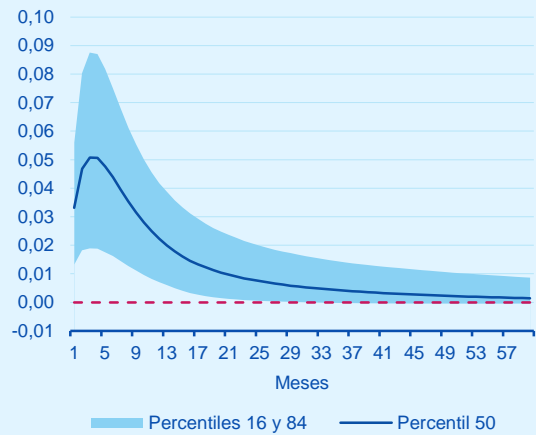
Gráficos adicionales de Impulso Respuesta (modelo 1)

Gráfico R.1.A.1
España: respuesta del componente idiosincrático de la incertidumbre política económica a un shock de incertidumbre política (desviaciones típicas)



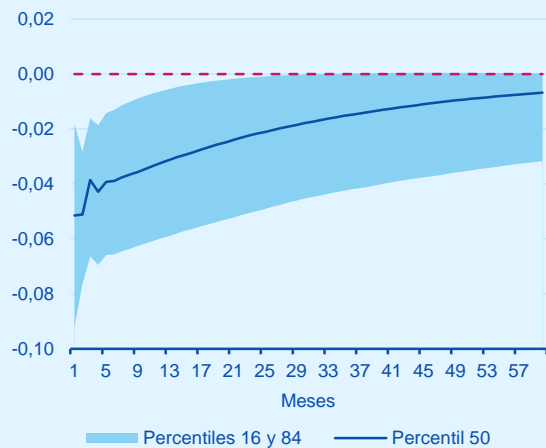
Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.A.2
España: respuesta del componente idiosincrático de la prima de riesgo a un shock de incertidumbre política (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.A.3
España: respuesta del componente idiosincrático de la confianza industrial a un shock de incertidumbre política (desviaciones típicas)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. El ahorro y la financiación de las empresas durante la crisis

Tal y como se destacaba en el Recuadro 2 del anterior número de esta publicación³³, el intenso crecimiento del ahorro de las empresas observado desde 2007 les ha permitido generar capacidad de financiación, incluso en años recientes cuando la inversión ha vuelto a crecer. Esta generación de ahorro influyó en los mecanismos de financiación de las empresas, que difieren según el tamaño de las mismas. El presente recuadro analiza el uso que han dado las empresas privadas a dichos recursos, diferenciando por tipo de instrumento y teniendo en cuenta la escala de la unidad productiva.

Los datos: descripción y algunas advertencias preliminares

En el análisis se utiliza la información contenida en la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España que, comparada con otras bases de datos³⁴, ofrece un mayor detalle sobre las características de las empresas. En total, la CBI incluye los datos de unas 600.000 empresas y concentra en torno al 40% del censo empresarial según el DIRCE³⁵. De igual modo, la muestra seleccionada representa en torno al 45% del Valor Agregado Bruto (VAB) generado por las empresas no financieras. No obstante, la CBI presenta algunas limitaciones como la falta de representatividad de la muestra (i.e., no constituye una muestra estadística, las bajas de empresas no están bien representadas, hay una mayor presencia de las empresas de gran tamaño, etc.), o de homogeneidad en las series (CNAE-93 y SEC-95 en el periodo 2003-2007, y CNAE-09 y SEC-2010 entre 2008 y 2013). Por todo ello, las conclusiones presentadas deberían tomarse con cautela.

La crisis obligó a las empresas a cambiar su estructura de financiación

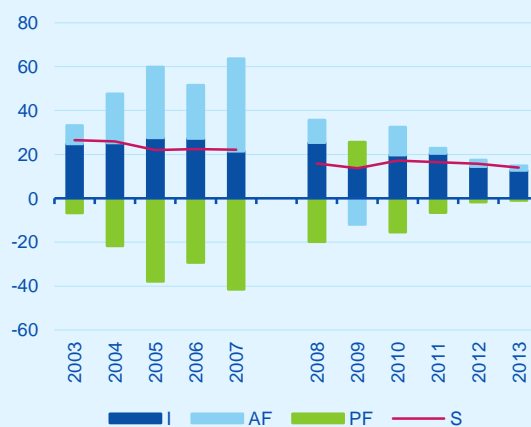
El análisis que aquí se presenta se basa en la siguiente identidad:

$$S + PF \equiv I + AF,$$

en donde S es el ahorro bruto de las empresas, PF las operaciones netas de pasivos financieros, I la inversión y AF las operaciones netas de activos financieros. La parte izquierda de la identidad muestra los recursos y mecanismos de financiación de las empresas, mientras que la derecha, señala el destino de los mismos.

Durante el periodo 2003-2007 las empresas generaron un ahorro promedio cercano al 24% del VAB, cifra en línea con la tasa de inversión observada entre 2005 y 2006. A lo anterior cabe añadir un aumento significativo en la adquisición de activos financieros, que se materializó fundamentalmente en participaciones de capital, relacionadas, sobre todo, con la adquisición de activos en el exterior³⁶ (véase el Gráfico R.2.1). En consecuencia, **las empresas españolas generaron una necesidad de financiación que fue cubierta con un incremento de los pasivos financieros.**

Gráfico R.2.1
Empresas: ahorro, inversión y operaciones financieras (% VAB)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

33: España: la evolución del ahorro de las empresas, disponible en <https://goo.gl/ITd119>

34: Como las Cuentas Financieras de la Economía Española, también del Banco de España.

35: Directorio Central de Empresas del Instituto Nacional de Estadística.

36: Véase Maudos y Fernández de Guevara (2014).

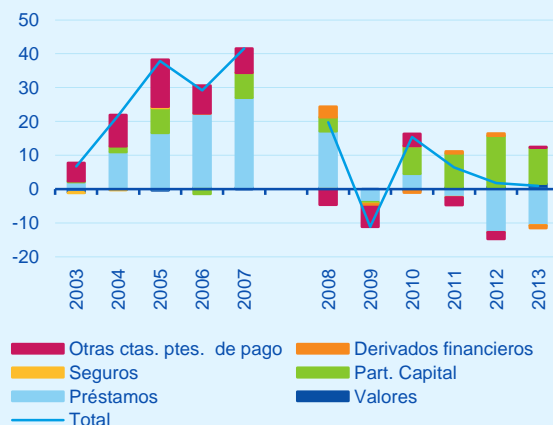
Por instrumentos, este aumento en la financiación de las empresas en los años previos a la crisis provino fundamentalmente de los préstamos. Destaca la mayor intensidad de aquellos contraídos con las instituciones financieras residentes, aunque los préstamos con el resto del mundo y la emisión de valores, fueron ganando peso a lo largo del período de expansión.

Sin embargo, la crisis cambió las vías de financiación de las empresas. En particular, se redujo notablemente el recurso al préstamo en favor de una mayor emisión de fondos propios.

Tal y como ponen de manifiesto Maudos y Fernández de Guevara (2014), las condiciones de acceso a la financiación ajena cambiaron a lo largo de la crisis. Si durante la etapa de expansión el exceso de liquidez y los bajos tipos de interés dieron lugar a un importante crecimiento del crédito bancario, con la crisis, las restricciones de liquidez, el cierre de los mercados y el incremento de las primas de riesgo lo dificultaron. Esta situación obligó a las empresas a modificar sus fuentes de financiación, incrementar el recurso a la autofinanciación, tal y como puede observarse en el Gráfico R.2.2.

De igual forma, **la irrupción de la crisis se redujo la importancia de los créditos comerciales³⁷ como instrumento de financiación.** Este descenso está relacionado, en parte, con la caída de la actividad comercial, aún cuando en los últimos años ha sido más intenso que el retroceso de las ventas (véase García-Vaquero y Mulino, 2015). Por otro lado, dicha reducción del crédito comercial podría estar asociada, entre otros factores, al descenso del periodo medio de pago derivado de algunas medidas de política económica, como la leyes de lucha contra la morosidad o el Fondo de financiación de pago a proveedores³⁸.

Gráfico R.2.2

Empresas: pasivos netos contraídos. Operaciones netas (% VAB)

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

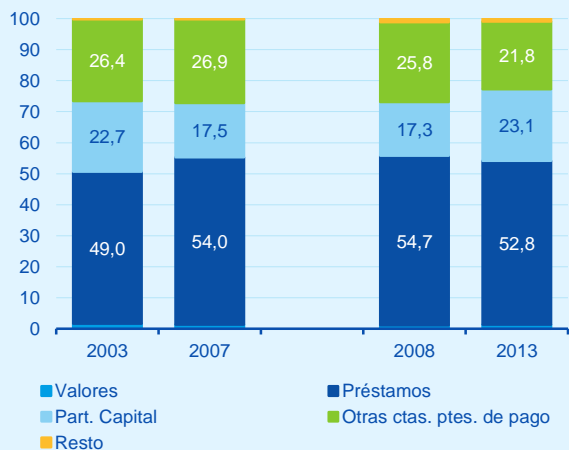
Todas las operaciones descritas anteriormente tuvieron un impacto en la estructura del balance de las empresas. De esta forma, aunque **los préstamos se mantuvieron como la principal fuente de financiación**, la llegada de la crisis implicó un cambio de tendencia. Así, hasta 2007 los préstamos fueron ganando importancia dentro del balance financiero de las empresas, al tiempo que se reducía de las participaciones de capital (emisión de fondos propios). Mientras, los créditos comerciales representaban algo más del 25% del balance. **Tras la crisis, y al finalizar 2013, las participaciones de capital ganaron importancia dentro del balance en detrimento de los préstamos y, sobre todo, de las cuentas pendientes de pago** (véase el Gráfico R.2.3).

37: Representados en las cuentas financieras dentro de la partida de Otras cuentas pendientes de pago/cobro.

38: Entre otras: Ley 15/2010, de 5 de julio (BOE-A-2010-10708); RD-Ley 4/2013, de 22 de febrero (BOE-A-2013-2030); RD-Ley 7/2012, de 9 de marzo (BOE-A-2012-3395).

Gráfico R.2.3

Empresas: estructura del balance. Pasivos financieros (% total de pasivos financieros)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

Los cambios en la estructura de financiación variaron con el tamaño de las empresas

Analizando las empresas según tamaño, puede observarse que **el efecto de la crisis sobre su financiación no fue homogéneo**. Aunque la tendencia general es la descrita anteriormente, existen diferencias relevantes según el tamaño de las mismas.

A efectos de este análisis, la clasificación del tamaño empresarial en la CBI se hace en función del número medio de empleados. Se consideran microempresas aquellas que no tienen asalariados o tienen menos de 9; pequeñas, las que cuentan

entre 10 y 49 asalariados; medianas, las que presentan entre 50 y 199 asalariados; y grandes, aquellas con más de 200 asalariados.

Siguiendo esta división, en el Gráfico R.2.4 muestra que la evolución de la tasa de **ahorro de las empresas difiere por tamaño**. Así, en las microempresas (más vulnerables a los cambios de actividad) la capacidad de generación de ahorro se redujo significativamente. Pese a ello, fueron capaces de mantener cierto nivel de inversión financiándose, sobre todo, con un incremento de sus pasivos financieros.

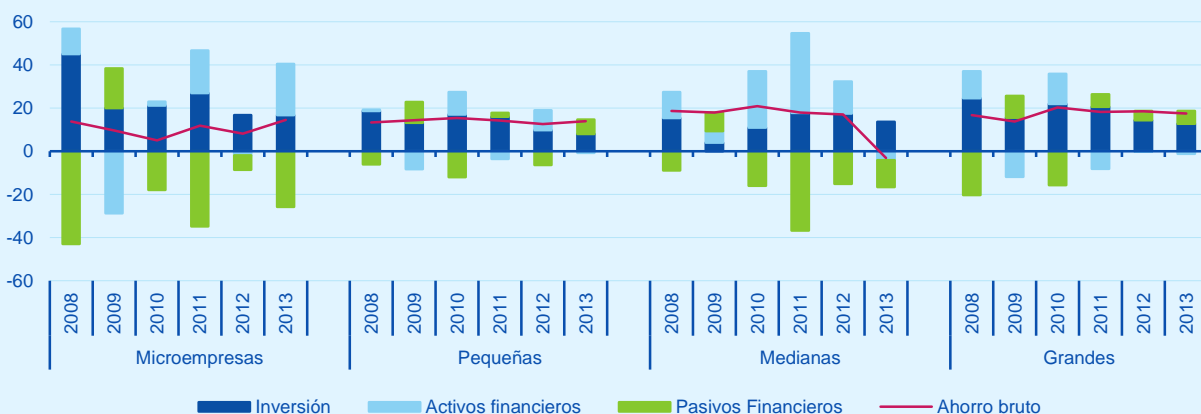
Por su parte, en las pequeñas empresas la capacidad de financiación generada en el periodo expansivo les permitió mantener los niveles de inversión en los primeros años de la crisis. Tan solo desde 2012 se observa una caída de la tasa de inversión. Como consecuencia, su volumen de operaciones financieras continuó siendo reducido.

En el segmento de las empresas medianas en el que se intuye la generación de un ahorro de carácter precautorio, ya que el nivel de inversión descendió notablemente y no así su ahorro.

Finalmente, las empresas de mayor tamaño, mantuvieron sus niveles tanto de ahorro como de inversión en los primeros años de la crisis. A partir de 2012, como consecuencia de la caída de la inversión, comenzaron a generar capacidad de financiación que destinaron a reducir sus pasivos financieros.

Gráfico R.2.4

Empresas: ahorro bruto, inversión y operaciones financieras por tamaño (% VAB de cada segmento)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

Por instrumentos, las operaciones netas revelan que el cambio en **la financiación de las empresas mostró una tendencia similar en todos los segmentos empresariales, si bien hubo diferencias en la intensidad** (véase el Gráfico R.2.5). Entre 2003 y 2007, la expansión de la inversión realizada por las micro y pequeñas empresas se financió mediante préstamos con las entidades financieras residentes. **A partir del inicio de la crisis, este tipo de compañías recurrieron al aumento de los fondos propios para financiar el gasto de inversión e iniciar un proceso de reducción de pasivos financieros.** Esta mayor dependencia de los fondos propios puede tener origen en las dificultades que tienen las empresas pequeñas para acceder a los créditos bancarios, dada la limitación de las garantías (que podrían estar afectadas por la caída del precio de la vivienda), el escaso poder de negociación en un entorno de reestructuración del sector financiero o las asimetrías de información (Santero Sánchez *et al.*, 2015).

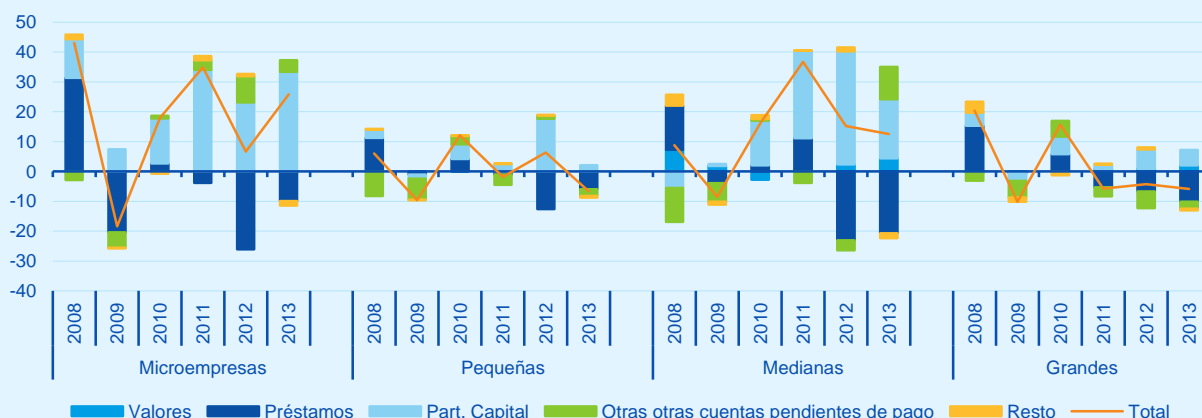
En las empresas medianas, el exceso de ahorro en los primeros años de la crisis se destinó a **incrementar los activos de efectivo y depósitos y préstamos** (probablemente,

interempresas), **y se produjo una cancelación de créditos comerciales**, tanto de activo como de pasivo. Las dificultades financieras también se observan en este segmento de empresas, que obtuvieron recursos procedentes de los fondos propios (emisiones de capital) y de la emisión de valores para destinarlos, sobre todo en 2012 y 2013, **a cancelar préstamos.**

Finalmente, durante la crisis **las empresas con más de 200 asalariados mantuvieron como único recurso de financiación la emisión de participaciones de capital** (asociado, probablemente, a las ampliaciones de capital de las grandes multinacionales), al que se suma un ligero aumento de la emisión de valores. Además, se observa un **proceso de cancelación de préstamos financieros** más intenso a partir de 2011. Asimismo, las grandes empresas recuperaron fondos procedentes de los préstamos concedidos (préstamos interempresas) para intensificar la reducción de pasivos financieros. Como en el caso de las medianas, también se produjo un proceso de saneamiento de los créditos comerciales, tanto por el lado de los activos como de los pasivos.

Gráfico R.2.5

Empresas: pasivos financieros contraídos por tamaño. Operaciones netas (% VAB de cada segmento)



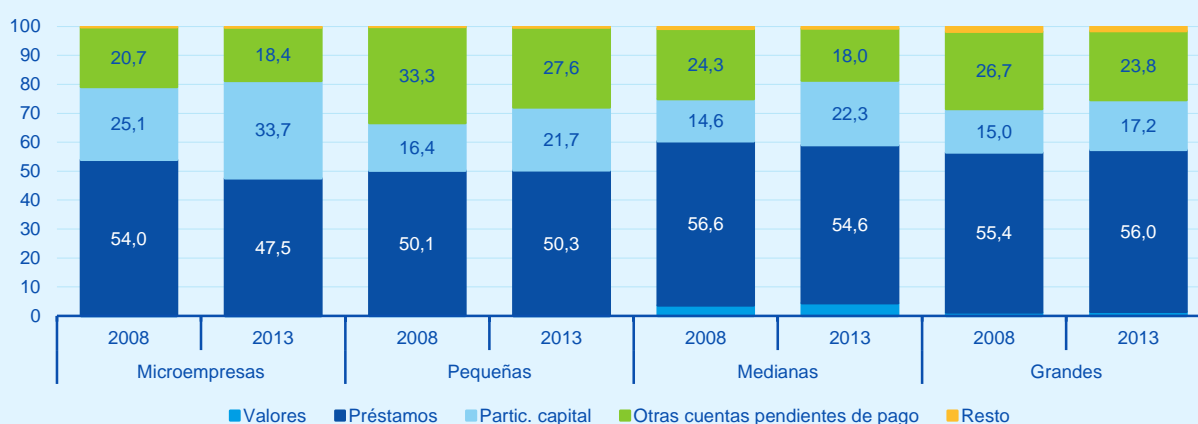
Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

En cuanto a la composición del balance, **la crisis se notó de forma más intensa en los pasivos de las empresas de menor tamaño (micro y pequeñas empresas), dada la mayor dependencia que tenían tanto de los créditos comerciales como de los préstamos financieros.** Si bien al finalizar 2013 los préstamos continuaron siendo su principal fuente de financiación, los fondos propios ganaron

importancia en detrimento de los créditos comerciales. Por el contrario, en las medianas y grandes empresas la diversificación de fuentes de financiación permitió que la reducción del peso del préstamo haya sido menor (véase el Gráfico R.2.6).

Gráfico R.2.6

Empresas: estructura del balance por tamaño. Pasivos financieros (% total de pasivos financieros)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

Las empresas de menor tamaño han liderado el proceso de desapalancamiento

Como se ha visto anteriormente, en la fase previa a la crisis el crecimiento del crédito superó ampliamente el ritmo de expansión de la actividad, lo que situó el nivel de endeudamiento muy por encima del registrado en otros períodos de expansión (Garrote, Llopis y Vallés, 2013).

Para medir el nivel de endeudamiento de las empresas se puede utilizar la relación entre la deuda financiera y el total de activos³⁹, que indica el porcentaje del balance financiado con fondos ajenos. A través de esta ratio se puede analizar no solo el grado de vulnerabilidad de las empresas –valores altos sugieren una mayor dependencia de los recursos ajenos-, sino también

el nivel de desapalancamiento iniciado con la crisis.

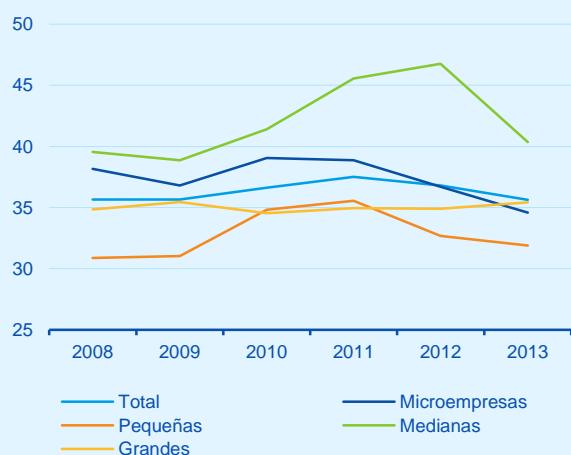
De esta forma, **el promedio de la ratio para el conjunto de empresas durante el periodo 2008-2013 superó el 36%**. Estos niveles suponen una fuente de vulnerabilidad ante una posible subida de los costes de financiación. En este sentido, son las empresas de tamaño medio las que están más expuestas a este factor de riesgo (véase el Gráfico R.2.7).

En términos de desapalancamiento, la ratio de endeudamiento muestra no solo que **han sido las empresas de menor tamaño las que han liderado el proceso, sino que lo comenzaron antes que las grandes.** Dada la dependencia de estas empresas del crédito bancario, la reducción del nivel de deuda se concentró, casi

39: Deuda financiera entendida como la suma de préstamos y valores emitidos.

exclusivamente, en los préstamos con las instituciones financieras residentes. Mientras que en las empresas medianas el desapalancamiento parece haber comenzado en 2013, en las de mayor tamaño apenas ha variado. La explicación de esta estabilidad en el apalancamiento de las empresas grandes podría estar en la importancia que cobran los préstamos interempresas como fuente de financiación. En todo caso, se observa, igualmente, una importante caída en los préstamos con entidades financieras residentes y con el resto del mundo.

Gráfico R.2.7

Empresas: ratio de endeudamiento* por tamaño (%)

(*) (Préstamos + Valores) / Total Activos

Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España (CBI)

Conclusiones

En este recuadro se ha analizado el uso que las empresas han hecho del ahorro generado desde 2007. **Esta generación de ahorro, que difiere según la dimensión empresarial, influyó en los mecanismos de financiación.**

El análisis confirma que **la crisis financiera obligó a las empresas a cambiar su estructura de financiación.** Durante la etapa de auge, las empresas españolas generaron una necesidad de financiación que fue cubierta con un incremento de los pasivos financieros, siendo los préstamos su principal instrumento de financiación.

Con la crisis las empresas cambiaron sus vías de financiación, reduciendo los préstamos y fortaleciendo la emisión de fondos propios. Igualmente, la caída de la actividad comercial y la

aprobación de nuevas leyes de lucha contra la morosidad redujeron la importancia cuantitativa de los créditos comerciales.

El efecto de la crisis sobre la financiación fue diferente según el tamaño empresarial. Las microempresas disminuyeron su tasa de ahorro, pero mantuvieron cierto nivel de inversión, financiado, en parte, con un incremento de sus pasivos financieros. En las pequeñas, la capacidad de financiación generada en la etapa de auge les permitió mantener los niveles de inversión al principio de la crisis, por lo que no aumentaron sus operaciones financieras.

Sin embargo, en las medianas empresas se apreció una notable caída de la inversión en un contexto de estabilidad del ahorro, lo que apunta hacia la generación de ahorro precautorio. Por su parte, las grandes empresas apenas alteraron su nivel de ahorro y, a partir de 2012, con la caída de la inversión, destinaron una parte a reducir sus pasivos financieros.

En cuanto a la composición del balance, la crisis se notó de forma más intensa en los pasivos de las empresas de menor tamaño, dada su mayor dependencia de los créditos comerciales y de los préstamos financieros: los fondos propios ganaron importancia, en detrimento de los créditos comerciales. Por el contrario, en las medianas y grandes empresas la diversificación de fuentes de financiación permitió una menor reducción del peso de los préstamos.

En términos de desapalancamiento, la ratio deuda financiera sobre total de activos muestra que **las empresas de menor tamaño han liderado el proceso,** y que lo comenzaron antes que las grandes, sobre todo mediante la reducción de los préstamos bancarios. Por su parte, y mientras que en las empresas de mayor tamaño apenas hubo desapalancamiento en el periodo estudiado, en las medianas dicho proceso parece haber comenzado en 2013.

Referencias

García-Vaquero, V. y Mulino, M. (2015): "Evolución reciente del crédito comercial de las empresas no financieras en España". Boletín Económico. Enero 2015. Banco de España.

Garrote, D., Llopis, J. y Vallés, J. (2013): "Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional". Documentos ocasionales Nº 1302. Banco de España.

Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2014): "Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo. El impacto de la crisis". Fundación BBVA.

Santero Sánchez, R., *et al.* (2015): "Efectos de la crisis sobre la financiación bancaria del emprendimiento. Un análisis de las microempresas españolas desde el sector de las Sociedades de Garantía Recíproca". Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa. Disponible en: <http://goo.gl/LLB8pE>.

Recuadro 3. La desigualdad en el consumo de los hogares españoles durante la crisis

Introducción

Una de las características del último ciclo recesivo de la economía española es el retroceso notable del gasto en consumo de los hogares. En el presente recuadro se analiza esta disminución, poniendo especial atención a los cambios que se han producido de acuerdo a las características del hogar y al tipo de bien o servicio comprado. Para ello se utiliza la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

Los datos muestran que entre 2007 y 2014 los hogares “más acomodados” son los que más han reducido su gasto⁴⁰. Por lo tanto, durante el período en cuestión se habría producido una reducción de la desigualdad en el consumo entre los hogares españoles. Entre las posibles causas detrás de lo anterior están, por un lado, el mayor peso de los bienes y servicios duraderos, semiduraderos y no duraderos no esenciales en la cesta de las familias con mayor consumo, considerados bienes “superiores”, cuyo consumo disminuye más que proporcionalmente ante caídas en la renta⁴¹. Por otro lado, la menor caída en el tamaño del hogar de las familias con menores consumos podría haberles permitido aprovechar economías de escala. Dado el carácter, en parte temporal, ambos factores apuntarían a que la reducción en la desigualdad sería un fenómeno cíclico, y por lo tanto, es posible que revierta durante la recuperación.

Los hogares españoles redujeron su consumo medio⁴² un 18,2% entre 2007 y 2014

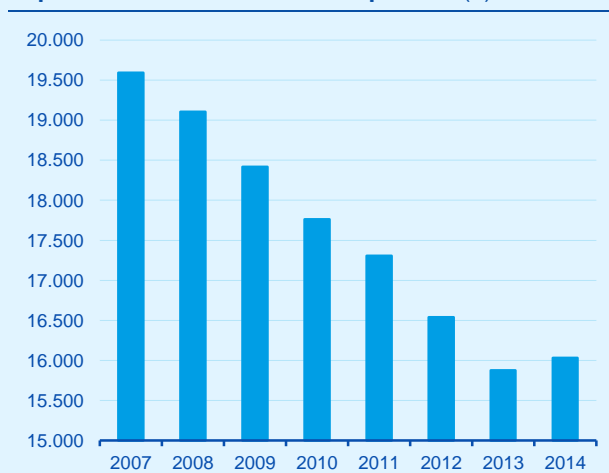
La caída de la actividad observada en la economía española durante los últimos años se vió reflejada en la capacidad para consumir de los hogares. Así, entre 2007 y 2014 el consumo medio por unidad de consumo equivalente (uce), se redujo un 18,2% (véase el Gráfico R.3.1). En todo caso, esta disminución esconde una elevada heterogeneidad entre hogares. Por ejemplo, el Gráfico R.3.2., muestra cómo ha cambiado la distribución de las familias de acuerdo a su nivel de gasto en consumo. Así, además de la caída del gasto medio del 18,2%, en el gráfico se puede observar el movimiento de las curvas de densidad hacia la izquierda y hacia arriba, con una reducción del porcentaje de hogares en la cola derecha de la distribución (mayor nivel de gasto). En concreto, frente al 10% de los hogares donde cada miembro realizaba un consumo inferior a 8.600€ en 2007, en 2014 la cifra se elevó hasta el 17% de hogares. En el lado contrario, en 2007 el 10% de los hogares realizaba un consumo superior a 33.000€ por miembro al año, sin embargo, en 2014 tan sólo el 5% de hogares podía realizar un consumo por encima de esa cifra, señal de la reducción en la desigualdad.

40: En este documento, el consumo se mide en términos reales de 2011, deflactando los valores corrientes mediante índices de precios a nivel de hogar de acuerdo con la metodología desarrollada en BBVA Research. Situación Consumo. Primer Semestre 2014. R2: Tu IPC no es como el mío: diferenciales de inflación por hogar.

41: Para mayor detalle véase Situación Consumo. Segundo Semestre 2014. R2: Preferencias reveladas: ¿cómo responde el consumo de un bien ante cambios en los precios y en la renta familiar?

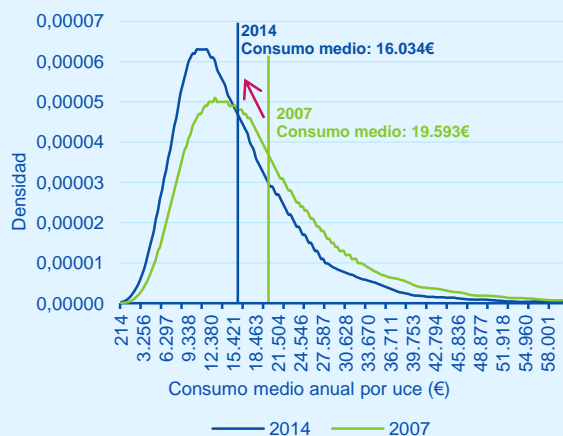
42: Si bien las necesidades de un hogar crecen con cada miembro adicional, lo hacen menos que proporcionalmente debido a la existencia de economías de escala en el consumo. Por tanto, para realizar comparaciones entre hogares con distinta composición es necesario calcular el número de unidades de consumo equivalentes, a partir de ahora denominada (uce). Para ello se utiliza una escala de equivalencia, que depende del tamaño del hogar y de la edad de sus miembros. Se ha optado por la escala de la OCDE modificada que calcula el número de miembros equivalentes de un hogar asignando un peso de 1 al sustentador principal del hogar, 0,5 al resto de adultos con edad \geq a 14 años y 0,3 a los menores de 14 años.

Gráfico R.3.1
España: consumo medio anual por uce (€)



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

Gráfico R.3.2
España: funciones de densidad del consumo medio anual por uce



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

¿Qué factores explican la evolución diferencial del consumo por tipo de hogar?

En este recuadro se exploran dos posibilidades. **La primera tiene que ver con las diferencias en las cestas de consumo** de los hogares de acuerdo a su nivel de ingreso. **La segunda está relacionada con la evolución del tamaño medio del hogar.**

Los productos duraderos, semiduraderos y no duraderos no esenciales, los más castigados

Las variaciones en el gasto de los hogares no se distribuyen de igual forma entre los distintos tipos de bienes y servicios. Por ejemplo, **la respuesta del consumo de las familias tiende a ser diferente ante cambios en su nivel de renta dependiendo de si el producto es de primera necesidad o superior.** Entre estos últimos predominan los bienes duraderos, por lo que un mayor peso de este tipo de bienes en la cesta de una familia puede reducir en mayor medida su gasto total ante caídas de los ingresos.

Para analizar cómo ha afectado la composición de la cesta de consumo al gasto de los hogares, se distinguen cuatro categorías de bienes y servicios ordenadas por grado de durabilidad y prescindibilidad, en ese orden: no ajustables, no duraderos de primera necesidad, no duraderos no esenciales y duraderos y semiduraderos⁴³.

Analizando la evolución del consumo agregado de los hogares a partir de dicha clasificación, se observa una clara diferencia entre los bienes no ajustables y el resto⁴⁴ (véase el Gráfico R.3.3). De hecho, **el gasto en bienes no ajustables ha crecido durante el periodo de crisis**, a diferencia de las caídas observadas en el resto de bienes y servicios. **Por su parte, son los bienes y servicios no duraderos no esenciales y los duraderos y semiduraderos los que han mostrado un peor comportamiento.**

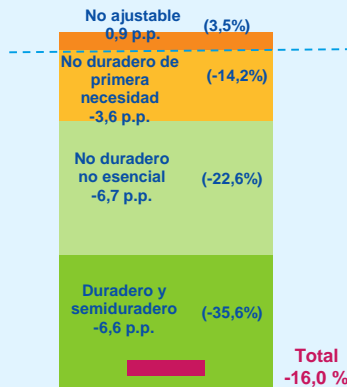
43: Véase González-Mínguez y Urtasun (2015).

No ajustables: Vivienda, gastos corrientes de la vivienda, electricidad, agua y gas. **No duradero de primera necesidad:** Alimentos, bebidas no alcohólicas, medicamentos, transporte y educación infantil y primaria. **No duraderos no esenciales:** Bebidas alcohólicas, tabaco, narcóticos, servicios médicos, seguros, postales y recreativos, alojamiento, cuidado personal y protección social. **Duraderos y semiduraderos:** Prendas de vestir, calzado, muebles, textil para hogar, electrodomésticos, menaje, compra vehículos y electrónica.

44: Los resultados se encuentran en línea con los obtenidos por González-Mínguez y Urtasun. En este caso los autores usan las series de consumo privado real de la Contabilidad Nacional para el periodo 2008-2013.

Gráfico R.3.3

España: consumo anual del conjunto de los hogares por tipo de producto (% Var. 2014-2007 entre paréntesis y aportación a la variación en pp)



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

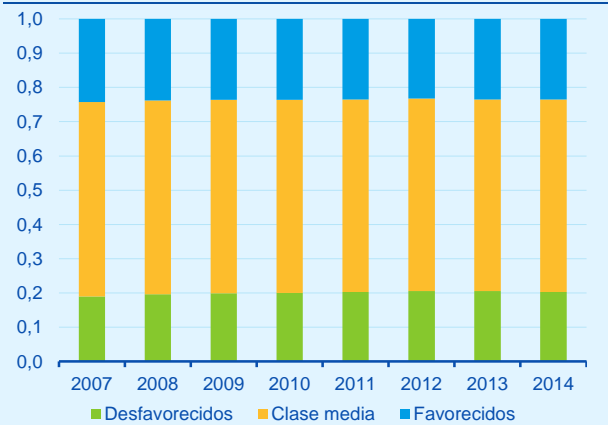
La caída del consumo realizado por los hogares “favorecidos” casi duplica el descenso en el consumo de los “desfavorecidos”

Del análisis por productos cabría pensar que el mayor retroceso en el consumo de los bienes y servicios no duraderos no esenciales, duraderos y semiduraderos está relacionado con un mayor ajuste en los hogares “más acomodados”.

Para distribuir a los hogares en función de su capacidad de consumo, se utiliza una clasificación similar a la usada en BBVA Research (2015), basada en la teoría de la distribución de ingresos de Palma (2011). Así, se constata que el 50% del consumo total realizado en España lo llevan a cabo los hogares de clase media (decilas 5-9 de la distribución del consumo medio por hogar), por lo que los cambios en el grado de redistribución del consumo se centran en el otro 50%: el 10% de los hogares con mayor consumo medio por hogar (decila 10 o “favorecidos”) y el 40% de los hogares con menor consumo medio por hogar (decilas 1-4 o “desfavorecidos”)⁴⁵ (véase el Gráfico R.3.4).

Gráfico R.3.4

España: distribución del consumo anual del conjunto de los hogares

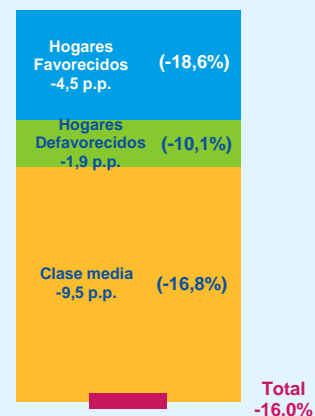


Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

Partiendo de esta desagregación de hogares, se puede realizar un análisis similar al de productos tal y como se muestra en el Gráfico R.3.5. En el mismo se observa cómo son los hogares de clase media los que más han contribuido a la reducción del consumo a lo largo de la crisis, dado su elevado peso en el gasto total. Por otro lado, frente a la caída del 16,8% del consumo de los hogares de clase media, los favorecidos han visto reducido su gasto un 18,6%, casi duplicando la caída del 10,1% de los desfavorecidos (véase el Gráfico R.3.6).

Gráfico R.3.5

España: consumo anual del conjunto de los hogares por tipo de hogar (% Var. 2014-2007 entre paréntesis y aportación a la variación en pp)



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

45: En este documento se usa la misma terminología utilizada en BBVA Research (2015) para referirse a los hogares con mayor (“favorecidos”) y menor consumo (“desfavorecidos”), aunque la metodología difiere levemente. Mientras que BBVA Research (2015) se utiliza la unidad de consumo equivalente para catalogar a los hogares, en este recuadro se opta por el consumo agregado del hogar.

Gráfico R.3.6
España: evolución del consumo anual del conjunto de los hogares por tipo de hogar (€ y % Var. 2014-2007)

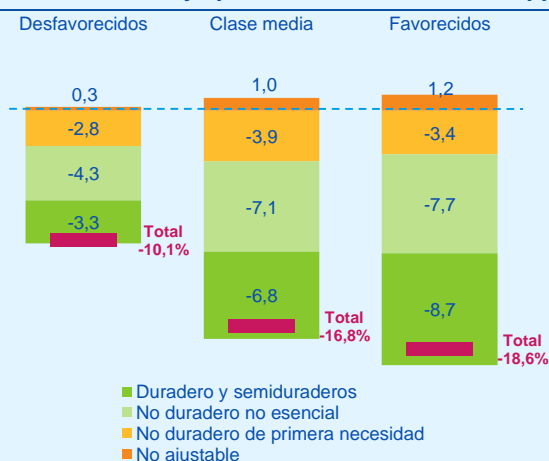


Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

El ingreso de los hogares, factor clave en las diferencias de consumo entre favorecidos y desfavorecidos

Dada la relación entre la evolución del consumo por tipología de producto y de hogar, se ha optado por realizar un análisis conjunto de ambas clasificaciones (véase el Gráfico R.3.7).

Gráfico R.3.7
España: consumo anual del conjunto de los hogares por tipo de producto y hogar (% Var. 2014-2007 y aportación a la variación en pp)



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

En este sentido, el Gráfico R.3.7 confirma que **la reducción del consumo en los productos no duraderos no esenciales y duraderos y semiduraderos se ha producido con mayor intensidad en los hogares favorecidos**. Concretamente, el gasto de los hogares favorecidos en productos no duraderos no esenciales cayó un 24% y en duraderos y semiduraderos un 34% entre 2007 y 2014. Lo anterior se compara con disminuciones del 18% y del 30% de dichos gastos en los hogares desfavorecidos. Ello, unido a que el consumo de este tipo de bienes y servicios suponían para los hogares favorecidos el 52% de su cesta de la compra en el promedio de este periodo frente al peso del 30% en la cesta de los hogares desfavorecidos, explica la mayor caída del consumo en los hogares favorecidos.

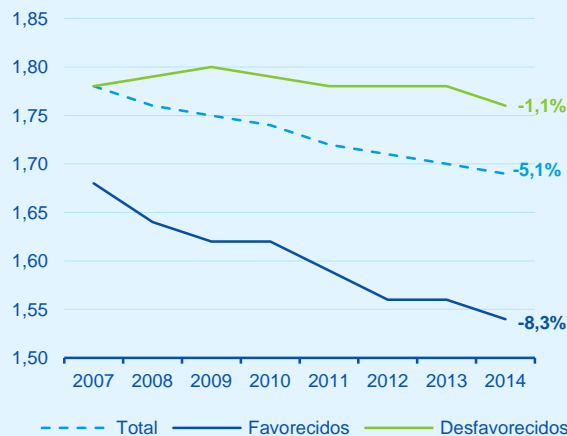
Respecto a los bienes no ajustables, destaca su contribución positiva a la evolución del consumo de los hogares favorecidos (1,2 p.p.), que cuadruplica la aportación al gasto de los hogares desfavorecidos.

La reubicación de miembros podría haber jugado un papel clave en la evolución del consumo de los hogares desfavorecidos

Al efecto de la composición de la cesta de consumo, habría que sumar además el impacto que pueda haber tenido el cambio en el tamaño del hogar. Como muestra el gráfico R.3.8, frente a la reducción del 5,1% del tamaño medio equivalente de los hogares españoles entre 2007 y 2014, **los desfavorecidos habrían mantenido prácticamente el tamaño de su hogar en torno a los 1,78 miembros, mientras que los favorecidos habrían mostrado una caída superior al 8%** situando el tamaño medio de sus hogares en 2014 en 1,54 miembros.

Gráfico R.3.8

España: evolución del tamaño medio de los hogares (Unidades de consumo equivalente y % Var. 2014-2007)



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

Esta evolución estaría reflejando una intensificación de la tendencia general de caída en el número de miembros de los hogares favorecidos, mientras que **los desfavorecidos posiblemente se vieron obligados durante este periodo a iniciar un proceso de reunificación familiar, intentado paliar los efectos de la crisis.** En particular, en un hogar más grande se pueden compartir los costes fijos, lo que reduce el coste medio de vida.

La Ratio de Palma muestra que, durante la crisis, la desigualdad en consumo de los hogares españoles se vio reducida un 9%

Más allá de la evolución individual del consumo, la llamada "Ratio de Palma" representa una forma sencilla de medir la desigualdad entre los hogares más y menos favorecidos. En concreto, la Ratio de Palma mide el consumo total realizado por el 10% de las familias con mayor consumo medio por hogar, respecto al del 40% de los hogares con menor consumo:

$$\text{Ratio de Palma en consumo} = \frac{\text{Consumo total realizado por los hogares favorecidos (10\% de los hogares con mayor consumo medio por hogar)}}{\text{Consumo total realizado por los hogares desfavorecidos (40\% de los hogares con menor consumo medio por hogar)}}$$

Donde una mayor ratio estaría indicando una mayor desigualdad en términos de consumo entre los hogares favorecidos y desfavorecidos.

Gráfico R.3.9

España: desigualdad en consumo medida a través de la Ratio de Palma



Fuente: BBVA Research a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares (INE)

En el Gráfico R.3.9, se ha construido la ratio de Palma durante el período 2007-2014, utilizando la EPF. De aquí se pueden destacar las siguientes conclusiones. En primer lugar, el consumo realizado por el 10% de los hogares con mayor consumo por hogar (hogares favorecidos) es superior al consumo realizado por el 40% de los hogares con menor consumo por hogar (hogares desfavorecidos). Concretamente, en 2014 el consumo de los hogares favorecidos fue un 16% superior al realizado por los hogares desfavorecidos. La segunda conclusión es, precisamente, y como ya se desprendía del análisis anterior, la caída que se produce en la desigualdad en consumo de los hogares españoles entre 2007 y 2014, del 9,5%, con caídas continuadas entre 2007 y 2012 y una ligera recuperación a partir de 2013. Ello es consecuencia de las caídas observadas en el consumo de los hogares favorecidos (-18,6%), superiores a la de los hogares desfavorecidos (-10,1%).

No existe consenso sobre la mejor forma para medir la desigualdad, pero hacerlo a través del gasto en consumo presenta ciertas ventajas

Estos resultados pueden resultar llamativos, frente a los aumentos de la desigualdad en términos de ingresos o renta que se han producido durante la crisis⁴⁶. Como recoge BBVA Research (2015), **no existe un consenso general en la literatura sobre la mejor forma de estimar la desigualdad (renta o gasto)**, si bien es cierto que **el consumo** suele considerarse más adecuado a la hora de medir los cambios en el bienestar de las familias, **mostrando ciertas ventajas frente a mediciones que utilizan la renta**. La primera de estas ventajas es la **incorporación de las decisiones de ahorro de las familias**, lo que hace que variables como la Ratio de Palma sean menos sensibles a las fluctuaciones económicas. La segunda es la **riqueza de la información** de la que se dispone, ya que el consumo ofrecido por el INE a través de la EPF permite conocer no sólo el flujo monetario de los bienes y servicios consumidos por los hogares, sino que además incluye el consumo no monetario (salarios en especies, comidas o imputación de los ingresos por alquileres, etc). La última ventaja está relacionada con **los incentivos a infravalorar los consumos, menores a los que se producen en el caso de los ingresos**.

Debe tenerse en cuenta que los cálculos realizados en este recuadro se refieren al gasto de los hogares y, por lo tanto, al consumo privado efectivo. Por tanto, como argumentan Andrés y Doménech (2015), sobreestiman la desigualdad en el consumo total, al no considerar los efectos redistributivos que operan a través de los servicios públicos que consumen los hogares (sanidad, educación, etc.), que son un instrumento fundamental de redistribución en países con un Estado de bienestar desarrollado. Un reciente estudio de Goerlich (2015) muestra

que los efectos de los servicios públicos en la reducción de la desigualdad son significativos.

Conclusiones

El periodo de recesión vivido en España en los últimos años ha provocado que, **entre 2007 y 2014 el consumo de los hogares favorecidos se haya visto reducido en mayor medida que el de los hogares desfavorecidos**. Ello ha provocado una caída en la desigualdad en consumo medida a través de la Ratio de Palma, a diferencia de lo apuntado por las medidas de desigualdad en ingresos.

Los ingresos y la composición de las cestas de consumo explicarían parte del comportamiento mostrado por el consumo de los hogares favorecidos, que han visto reducido su consumo de bienes no duraderos no esenciales, duraderos y semiduraderos, con mayor peso en su cesta de productos. Por otro lado, **la menor reducción del consumo en los hogares desfavorecidos, vendría explicada, al menos en parte, por la menor caída en el tamaño medio de estas familias**, señal de la tendencia hacia la agrupación de miembros y el aprovechamiento de economías de escala.

En cualquier caso, dado parte del carácter temporal vinculado con la situación de recesión vivida en los últimos años de ambos efectos, cabría esperar que la reducción en la desigualdad fuese un fenómeno cíclico, y por lo tanto, como ya apunta la evolución observada en el consumo de los hogares entre 2013 y 2014, más favorable para los hogares favorecidos, no debe descartarse la posibilidad de que se revierta durante la recuperación.

Referencias

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

46: Un mayor detalle se puede encontrar en Villar (2013), Atkinson y Morelli (2014), IMF Staff Discussion Note (2015), OECD (2015), Moncada y Rallo (2016) o Oxfam Intermón (2016).

Atkinson, A. y Morelli, S. (2014). "Chartbook of economic inequality". Working Papers 324, ECINEQ, Society for the Study of Economic Inequality.

BBVA Research (2014). "Preferencias reveladas: ¿cómo responde el consumo de un bien ante cambios en los precios y en la renta familiar?" *Situación Consumo. Segundo Semestre 2014*. https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2014/12/Situacion_Consumo_2S14_R2.pdf

BBVA Research (2015). "Desigualdades desiguales: el consumo de los hogares en España durante la crisis". *Situación Consumo. Primer Semestre de 2015*. https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/2015/07/Situacion_Consumo_1S251.pdf

Goerlich, F. (2015): "Un panorama sobre la evolución reciente en la distribución de la renta en España". *Mimeo*. Universidad de Valencia.

González-Mínguez, J. y Urtasun, A. (2015). "La dinámica del consumo en España por tipos de productos". Boletín Económico. Septiembre 2015. Banco de España.

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/15/Sep/Fich/be1509-art4.pdf>

IMF (2015). "Causes and consequence of income inequality a global perspective". Staff Discussion Note.

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1513.pdf>

Moncada, I. y Rallo, J. R. (2016). "Mitos y Realidades sobre la desigualdad en España. ¿Realmente es España uno de los países más desiguales de Europa?". Instituto Juan de Mariana.

<https://www.juandemariana.org/sites/default/files/investigacion/20160125-mitos-y-realidades-desigualdad-espana.pdf>

OECD (2015). *In It Together Why Less Inequality Benefits All*. OECD Publishing. Paris.

<http://www.oecd.org/social/in-it-together-why-less-inequality-benefits-all-9789264235120-en.htm>

Oxfam Intermon (2016). *Una economía al servicio del 1%*.

https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/file_attachments/bp210-economy-one-percent-tax-havens-180116-es_0.pdf

Palma, G. (2011). "Homogeneous middles vs. heterogeneous tails, and the end of the 'InvertedU': the share of the rich is what it's all about". Cambridge Working Papers in Economics, 1111.

Recuadro 4. Una tipología de los usuarios de banca digital en España

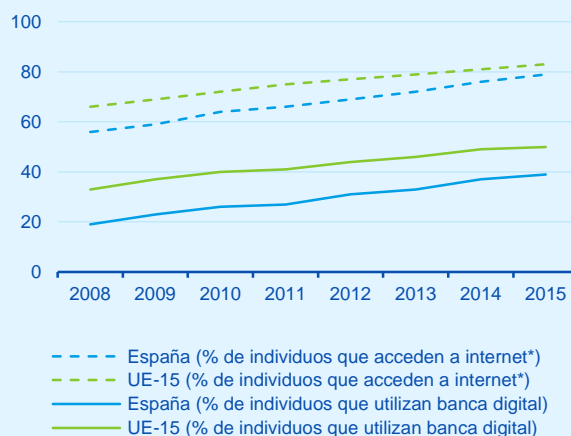
Introducción

El sector financiero, en general, y los bancos españoles, en particular, están afrontando un proceso de transformación digital en el que el cliente –multicanal, más informado y exigente que en el pasado– ocupa una posición central. **El objetivo de este recuadro es conocer los determinantes socioeconómicos de la decisión de acceder a la banca por internet en España y cuantificar su efecto, con el propósito de establecer una tipología del usuario de banca digital.** Para lograrlo, se utiliza la información proveniente de la Encuesta sobre Equipamiento y Uso de Tecnologías de Información y Comunicación en los Hogares (TIC-H), realizada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) con periodicidad anual⁴⁷.

El Gráfico R.4.1 muestra que **la incidencia de la banca electrónica se ha duplicado desde el año 2008 hasta rozar el 40% de la población entre 16 y 74 años en el 2015.** Sin embargo, todavía se sitúa más de 10 puntos por debajo de la del promedio de la UE-15, a pesar de que apenas existen diferencias en cuanto al porcentaje de población que accede a internet⁴⁸. Según IEB (2015), la incidencia de la banca digital en España se situaría en torno al 50% en 2020 si el patrón de crecimiento se mantuviese inalterado, y no alcanzaría el 85% –la cifra de Dinamarca en la actualidad– hasta la década de 2050.

Gráfico R.4.1

España vs UE15: acceso a internet y utilización de banca digital (2008-2015, %)



*Personas entre 16 y 74 años que han accedido a internet durante los tres meses anteriores a la realización de la encuesta
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Los resultados del análisis descriptivo indican que la utilización de la banca digital dista de ser homogénea entre grupos poblacionales.

La incidencia es mayor para los varones, la población entre 25 y 44 años de edad, los nativos, quienes cuentan con estudios superiores, los ocupados, los residentes en hogares con menores a cargo e ingresos comparativamente elevados, quienes disponen de ordenador y conexión a internet de banda ancha y aquellos que viven en ciudades, sobre todo en Cataluña, Madrid, Navarra y País Vasco.

Para distinguir qué factores influyen en la probabilidad de acceder a la banca electrónica y cuantificar su efecto es imprescindible realizar un análisis de regresión. Los resultados de la estimación confirman algunas de las intuiciones advertidas en el análisis descriptivo y matizan otras. En particular, se obtiene que el nivel educativo del individuo y, especialmente, su destreza en la utilización de nuevas tecnologías, juegan un papel crucial en la propensión a utilizar

47: La TIC-H se realiza de forma armonizada en todos los Estados miembros de la UE, lo que legitima las comparaciones entre países. Véase <http://ec.europa.eu/eurostat/web/information-society>.

48: OCDE (2015) muestra que la búsqueda de información por internet y el envío de correos electrónicos se han democratizado en las economías desarrolladas, mientras que otras actividades como el comercio y la banca digital presentan todavía diferencias notables entre países.

la banca digital. La probabilidad también es más elevada para los varones entre 25 y 34 años, los nativos, los ocupados, los situados en la cuartila superior de la distribución de ingresos y los residentes en hogares unipersonales o con menores dependientes en ciudades densamente pobladas. Por último, se obtiene que la presencia de equipamiento TIC y de internet en la vivienda incentivan el acceso a la banca por internet.

Pero no solo los aspectos relacionados con la demanda afectan a la difusión de la banca electrónica. La probabilidad de utilizar la banca digital habría aumentado más de 12 puntos entre 2008 y 2015 incluso aunque las características individuales, familiares e idiosincrásicas del lugar de residencia del encuestado no hubiesen cambiado. Este resultado sugiere que **el progreso tecnológico y la apuesta de las entidades financieras por la digitalización de la oferta comercial, en detrimento del modelo tradicional, favorecen el acceso a la banca on-line.**

Incidencia de la banca por internet: España vs UE-15

Con objeto de establecer una primera aproximación a los colectivos con mayor propensión a emplear la banca electrónica, se consideran diversas características personales, familiares y socioeconómicas del individuo. El Cuadro R.4.1 ofrece información, para España y el conjunto de la UE-15, del porcentaje de población de 16 o más años que ha utilizado los servicios de banca digital durante los tres meses anteriores a la fecha de realización de la encuesta. También incluye la distribución de los usuarios de banca on-line en cada grupo de población.

A nivel general, **se aprecia un incremento del uso de los servicios de banca por internet entre 2008 y 2015 en España, mayor que el experimentado por la media de la UE-15**, lo que ha reducido la brecha digital entre ambas áreas. Sin embargo, esta evolución no ha sido homogénea entre grupos poblacionales.

- El Cuadro R.4.1 muestra que **los hombres utilizan en mayor medida los servicios de banca electrónica que las mujeres**. Estas diferencias de género, que apenas han variado durante el periodo de análisis, son mayores en España que en la UE-15, lo que podría indicar que existen otros factores explicativos complementarios de índole familiar, laboral y económica que condicionan el resultado.
- **La proporción de usuarios de banca digital aumenta hasta los 44 años de edad y desciende a continuación**, tanto en España como en el promedio de la UE-15. La evolución por tramos ha sido desigual. La incidencia de la banca on-line ha crecido más en los grupos de edad intermedios, lo que ha ampliado las diferencias entre la población de 35 a 44 años –que presenta cifras similares a las de la UE-15– y los individuos más jóvenes y de mayor edad, menos propensos que los europeos a utilizar la banca por internet.
- **Las cifras por nacionalidad revelan una mayor incidencia de la banca electrónica entre los nativos, que representan más del 90% de los usuarios de banca digital en España**. Si bien el avance entre 2008 y 2015 ha sido más positivo entre los extranjeros, su diferencia con respecto a Europa continúa siendo comparativamente elevada.
- **Los resultados sugieren la existencia de una relación positiva entre la propensión a utilizar la banca on-line y el nivel educativo**. El papel de la educación parece haber cobrado relevancia durante el periodo de análisis, de tal modo que las disparidades entre grupos se han ampliado. En 2015, el porcentaje de individuos con estudios superiores que accede a la banca por internet roza el 70%, 23 puntos más que quienes cuentan con estudios secundarios y casi cinco veces mayor que la proporción entre la población con estudios básicos. Si bien todos los colectivos presentan cifras de incidencia de la banca electrónica menores que las europeas, la convergencia al promedio de la UE-15 de los individuos con estudios

superiores ha avanzado de forma notable durante los últimos siete años.

- **La situación laboral también introduce diferencias significativas en cuanto al uso de la banca digital.** La incidencia es mayor entre las personas ocupadas y menor entre los jubilados y quienes se dedican a labores del hogar. A pesar de que las cifras de utilización de la banca on-line han aumentado en todos los grupos considerados entre 2008 y 2015, la diferencia con respecto a la media europea tan solo ha descendido entre los activos.
- Al igual que en el caso de la edad, **la incidencia de la banca por internet en función del tamaño del hogar tiene un perfil no lineal: aumenta hasta un cierto umbral (cuatro miembros o dos menores dependientes) y disminuye a continuación.** Durante el periodo analizado, el incremento de la proporción de usuarios de banca electrónica ha sido generalizado, sobre todo en los hogares con mayor número de miembros.
- **El porcentaje de individuos que utilizan la banca digital crece con el nivel de renta.** La incidencia entre los individuos situados en la cuartila superior de la distribución de ingresos del hogar supera el 70% en 2015, casi cinco veces más que la de aquellos ubicados en la cuartila inferior. Como se aprecia en el Cuadro R.4.1, la utilización de la banca on-line entre el 50% de la población con mayor nivel renta está más generalizada en España que en la UE-15 hoy en día. Este resultado no se aprecia en ningún otro grupo poblacional.
- **La presencia de equipamiento TIC y de internet en el hogar favorece el acceso a la banca electrónica.** Entre los individuos que disponen de ordenador⁴⁹ o de acceso a internet de banda ancha en la vivienda, la incidencia de la banca digital roza el 50% en 2015 y multiplica por más de siete al porcentaje de usuarios que no cuentan con ordenador o conexión a internet.

- Por último, **también se aprecian diferencias en el uso de la banca on-line en función del lugar de residencia.** Así, el acceso a la banca por internet aumenta con la densidad poblacional del municipio de residencia, tanto en España como en el promedio de la UE-15, y es comparativamente elevado en Cataluña, Madrid, Navarra y País Vasco. La incidencia de la banca electrónica ha crecido en todas las comunidades autónomas entre 2008 y 2015, sobre todo en Melilla, Navarra, Ceuta y Cataluña, pero lo ha hecho de forma desigual, lo que ha exacerbado las diferencias regionales.

En resumen, **el análisis descriptivo sugiere la existencia de dos velocidades en el uso de la banca digital en la sociedad española.** Los ocupados entre 25 y 44 años, con educación superior y residentes en hogares con ingresos elevados presentan cifras de incidencia de la banca on-line similares a las de sus homólogos europeos, mientras que el resto de la población todavía dispone de un destacado margen de mejora.

49: Se incluyen tabletas.

Cuadro R.4.1

Tipología de los individuos que utilizan los servicios de banca electrónica (2008-2015)

	Incidencia España (1)		Distribución España (2)		Incidencia UE-15 (1)	
	(% de población)		(% de usuarios de banca electrónica)		(% de población)	
	2008	2015	2008	2015	2008	2015
Total	19,0	39,4	100,0	100,0	33	50
Género						
Mujer	15,8	36,0	41,6	45,9	30	48
Varón	22,1	42,8	58,4	54,1	36	53
Edad						
<24 años	14,1	26,7	10,0	7,8	34	46
25-34	29,5	52,3	34,6	22,4	48	67
35-44	24,6	54,2	28,1	30,8	42	61
45-54	18,5	41,6	17,3	21,5	32	52
55-64	10,1	30,6	7,5	12,3	24	41
65-74	4,2	14,0	2,3	4,4	10	28
75 y más años	0,3	2,7	0,1	0,8	-	-
Nacionalidad						
Extranjera	11,8	28,1	7,7	7,5	-	42
Española	20,0	40,7	92,3	92,5	-	51
Nivel de estudios (definición Eurostat)						
Básicos	5,4	15,3	14,6	16,9	13	24
Secundarios	23,0	45,0	25,9	28,4	37	54
Superiores	41,3	68,0	59,5	54,7	56	73
Situación en relación con la actividad (definición Eurostat)						
Ocupado	26,7	55,7	83,7	71,0	43	63
Parado	10,3	27,7	3,7	12,1	21	34
Estudiante	13,1	27,8	4,9	6,5	29	43
Otro inactivo	5,6	17,6	7,8	10,5	15	31
Tamaño del hogar						
1 miembro	18,5	37,3	5,1	7,1	-	-
2	18,8	36,8	22,8	24,4	-	-
3	20,7	39,9	30,5	28,1	-	-
4	20,5	44,2	31,3	31,5	-	-
5 o más miembros	13,2	33,2	10,3	9,0	-	-
Menores de 16 años en el hogar						
0	17,6	34,8	62,3	60,6	-	-
1	20,0	44,7	21,5	21,0	-	-
2	24,7	55,3	16,0	17,9	-	-
3 o más	4,3	46,6	0,1	0,5	-	-
Ingresos mensuales netos del hogar						
1ª cuartila	3,9	15,8	4,4	9,1	21	38
2ª cuartila	13,2	31,2	23,1	26,5	22	44
3ª cuartila	30,4	55,8	34,8	30,6	33	55
4ª cuartila	43,3	71,9	37,7	33,8	45	71

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Cuadro R.4.1 (cont.)

Tipología de los individuos que utilizan los servicios de banca electrónica (2008-2015)

	Incidencia España (1)		Distribución España (2)		Incidencia UE-15 (1)	
	(% de población)		(% de usuarios de banca electrónica)		(% de población)	
	2008	2015	2008	2015	2008	2015
Ordenador en la vivienda						
No	2,7	6,1	4,3	2,8	-	-
Sí	26,1	46,7	95,7	97,2	-	-
Acceso a internet en la vivienda						
Vivienda sin conexión a internet	4,9	5,2	11,1	2,0	-	-
Vivienda con acceso a internet, pero no de banda ancha	22,2	12,4	8,0	0,3	30	42
Vivienda con acceso a internet de banda ancha	31,0	45,8	80,9	97,7	50	56
Lugar de residencia						
Área densamente poblada (>499 hab./km2)	22,9	44,6	61,7	55,5	36	53
Densidad poblacional intermedia (entre 100 y 499 hab./km2)	17,7	40,9	21,4	25,7	31	50
Área escasamente poblada (<100 hab./km2)	12,3	28,3	16,9	18,8	30	45
Comunidad Autónoma						
Andalucía	14,1	31,3	13,1	14,4	-	-
Aragón	18,5	40,4	2,8	2,9	-	-
Asturias (Principado de)	17,4	36,1	2,2	2,1	-	-
Baleares (Illes)	22,7	44,9	2,8	2,8	-	-
Canarias	21,0	37,0	5,0	4,5	-	-
Cantabria	18,8	41,0	1,3	1,3	-	-
Castilla y León	15,8	33,3	4,5	4,4	-	-
Castilla-La Mancha	12,4	30,4	2,8	3,4	-	-
Cataluña	24,7	49,1	20,8	19,7	-	-
Comunitat Valenciana	18,0	38,0	10,3	10,3	-	-
Extremadura	10,2	32,3	1,3	1,9	-	-
Galicia	14,0	36,7	4,5	5,5	-	-
Madrid (Comunidad de)	24,4	47,0	17,8	16,5	-	-
Murcia (Region de)	14,7	29,5	2,4	2,3	-	-
Navarra (Comunidad Foral de)	19,8	46,5	1,4	1,6	-	-
País Vasco	24,3	46,3	6,1	5,4	-	-
Rioja (La)	21,4	30,6	0,8	0,5	-	-
Ceuta (Ciudad Autónoma de)	18,6	43,6	0,2	0,2	-	-
Melilla (Ciudad Autónoma de)	8,2	38,6	0,1	0,2	-	-

(1) Porcentaje de población que ha usado el servicio de banca electrónica en los últimos tres meses.

(2) Porcentaje de usuarios de banca electrónica en los últimos tres meses.

* Población entre 16 y 74 años, excepto indicación en contra.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Determinantes de la probabilidad de utilizar los servicios de banca digital

El Cuadro R.4.1 ilustra el perfil del usuario de banca electrónica y su evolución temporal, pero no permite conocer el efecto que cada característica tiene sobre la probabilidad individual de acceder a la banca digital. Por ejemplo, el análisis descriptivo realizado en la sección precedente sugiere que los individuos que disponen de al menos un ordenador en la vivienda son casi ocho veces más propensos a utilizar la banca electrónica que quienes no cuentan con él. Sin embargo, esta diferencia podría estar captando no solo la mayor accesibilidad a internet que el ordenador proporciona, sino también el efecto de la educación y del nivel de renta: los datos de la TIC-H indican que la tenencia de ordenador en el hogar es más frecuente entre los individuos con mayor titulación y un nivel de ingresos más elevado, precisamente aquellos más propensos a usar la banca on-line. Además, es necesario separar las repercusiones de las variables que

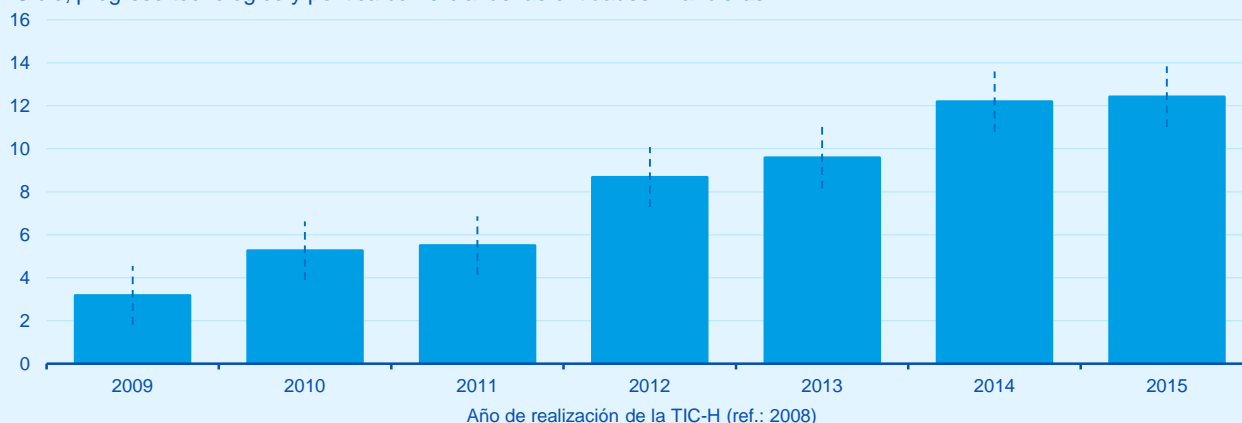
caracterizan la demanda de las consecuencias del progreso técnico, del ciclo económico y de los avances en la política comercial de las entidades financieras.

Para distinguir qué factores influyen en la probabilidad de acceder a la banca electrónica y cuantificar su efecto es imprescindible realizar un análisis de regresión. En el caso que nos ocupa, existe una dificultad añadida: el colectivo de individuos que utilizan la banca digital es una muestra restringida y no aleatoria de la población. La TIC-H solo estudia el uso de banca on-line para las personas que han accedido a internet durante los tres meses anteriores a la realización de la encuesta. Si la muestra de internautas no es aleatoria, la estimación de los determinantes de la probabilidad de emplear la banca electrónica podría ofrecer resultados sesgados (e inconsistentes). Para evitar la existencia de posibles sesgos, se debe corregir el efecto de cada variable sobre la probabilidad de utilizar banca digital por la distinta propensión individual a conectarse a internet⁵⁰.

Cuadro R.4.2

Determinantes de la probabilidad de ser usuario de banca electrónica. Efectos marginales (2008-2015, pp)

Ciclo, progreso tecnológico y política comercial de las entidades financieras



-- Intervalo de confianza al 95%.

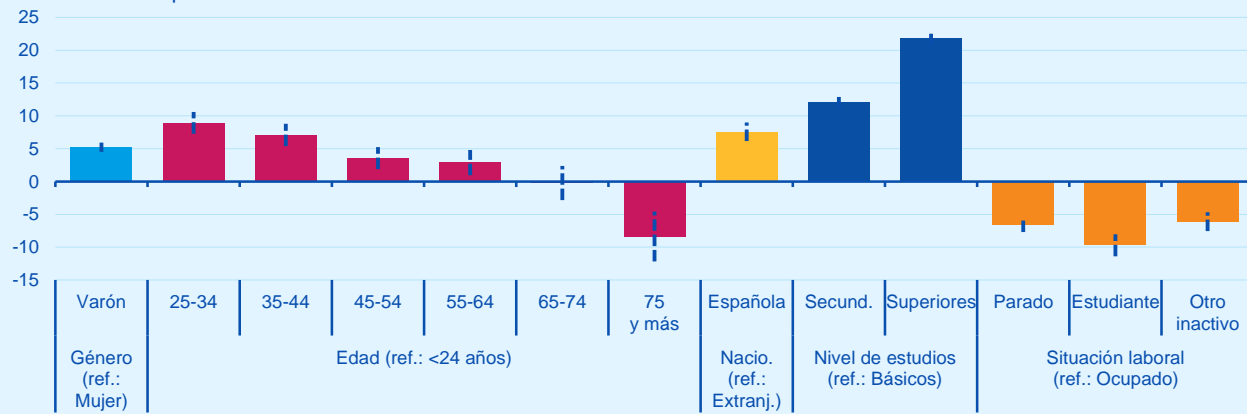
Fuente: BBVA Research a partir de INE

50: Se estiman los determinantes de utilizar la banca digital mediante un modelo probit en el que se considera la posible existencia de sesgo de selección. Se asume que la propensión (latente) de cada individuo a usar banca electrónica (y^*) viene determinada por la ecuación $y^* = X_1\beta_1 + u_1$, donde X_1 denota el conjunto de determinantes de y^* . y^* es inobservable; tan solo se conoce la variable binaria y , que es igual a 1 cuando el individuo ha empleado la banca on-line y 0 si no lo ha hecho: $y = (y^* > 0)$. Sin embargo, y únicamente toma valores (0,1) cuando la persona declara haber accedido a internet durante los tres meses anteriores a la realización de la encuesta (z), lo cual tendrá lugar cuando $z = (X_2\beta_2 + u_2 > 0)$, donde $X_1 \cap X_2$. Dado que la correlación entre u_1 y u_2 es distinta de cero, no considerar la propensión a conectarse a internet en la estimación de la probabilidad de recurrir a la banca digital conduce a resultados sesgados. La estimación se ha realizado por máxima verosimilitud. Más detalles sobre el modelo *probit* con selección se pueden encontrar en Van de Ven y Van Praag (1981) y en Wooldridge (2002), capítulo 17.

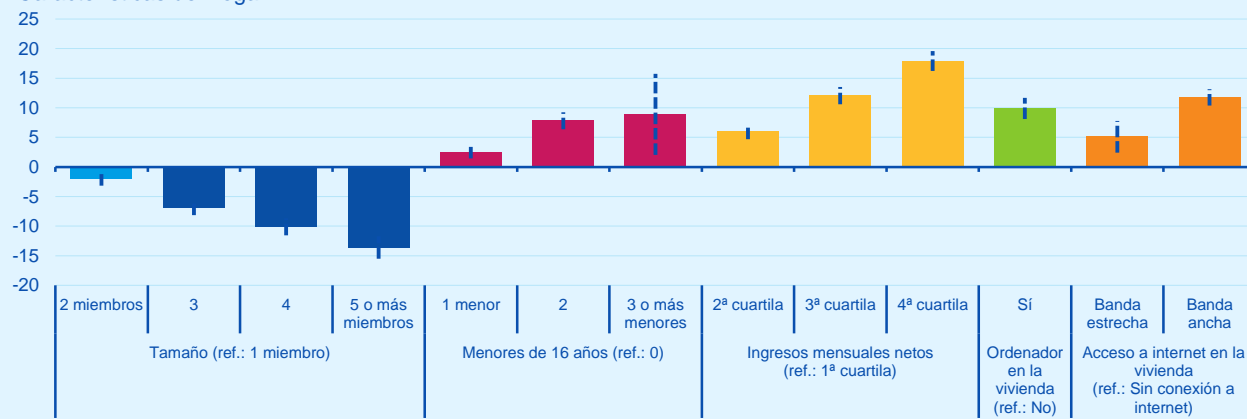
Cuadro R.4.2 (cont.)

Determinantes de la probabilidad de ser usuario de banca electrónica. Efectos marginales (2008-2015, pp)

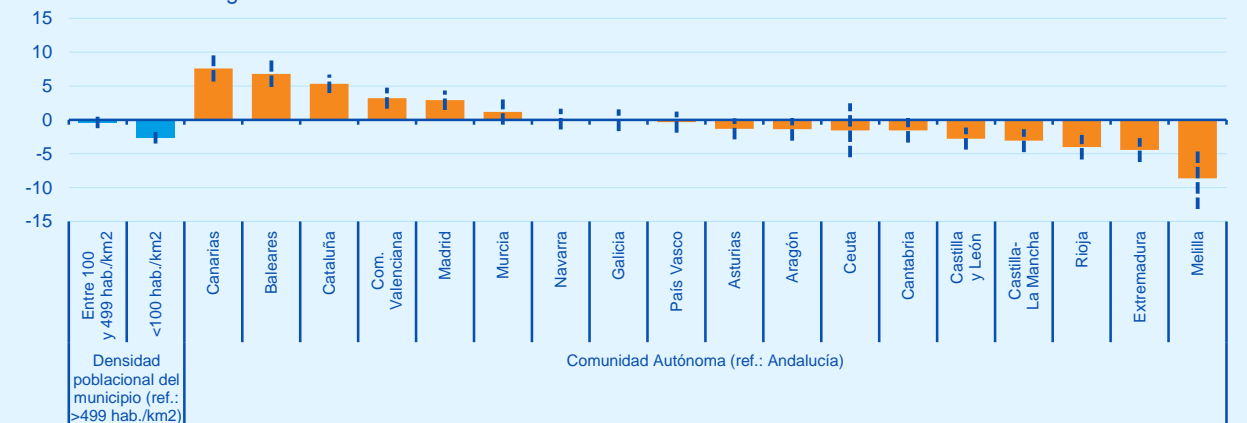
Características personales



Características del hogar



Características del lugar de residencia



-- Intervalo de confianza al 95%.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los resultados de la estimación⁵¹ –representados en el Cuadro R.4.2– confirman algunas de las intuiciones advertidas en el análisis descriptivo y matizan otras. En primer lugar, destaca la existencia de una tendencia tecnológica clara. Como se aprecia en el primero de los gráficos del Cuadro R.4.2, la probabilidad de utilizar la banca on-line habría aumentado más de 12 puntos entre 2008 y 2015 incluso aunque las características individuales, familiares e idiosincrásicas del lugar de residencia del encuestado no hubiesen cambiado. Este resultado sugiere que **el progreso tecnológico y la apuesta de las entidades financieras por la digitalización de la oferta comercial están incentivando el acceso a la banca por internet.**

En segundo lugar, **la importancia del nivel educativo como determinante de la propensión a utilizar la banca electrónica sobresale entre las variables que caracterizan al encuestado.** El segundo gráfico del Cuadro R.4.2 muestra que, *ceteris paribus*, la probabilidad de usar la banca digital es 22 puntos mayor para los individuos que han alcanzado estudios superiores frente a quienes tan solo cuentan con estudios básicos.

Los resultados del análisis de regresión confirman que **la edad tiene un efecto no lineal sobre la probabilidad de emplear la banca on-line**, incluso tras considerar la mayor propensión de los jóvenes a conectarse a internet⁵²: crece hasta los 34 años y disminuye en adelante. Esta evidencia, junto con la relevancia del nivel educativo, sugiere que **el grado de alfabetización informática – mayor para las generaciones más jóvenes– juega un papel crucial en la disposición de la población a acceder a la banca por internet.** La probabilidad de utilizar la banca electrónica también es comparativamente elevada para los hombres, los individuos de nacionalidad española y quienes se encuentran ocupados.

Es preciso destacar que los resultados anteriores no dependen del nivel de renta familiar. Como indica el tercer gráfico del Cuadro R.4.2, **la probabilidad de usar la banca digital aumenta cuando lo hacen los ingresos del hogar**⁵³. El efecto renta alcanza los 18pp para los individuos situados en la cuartila superior de la distribución de ingresos respecto a aquellos ubicados en la cuartila inferior.

En cuanto a las restantes características familiares, sobresale la importancia de la composición del hogar. Las estimaciones indican que la presencia de menores dependientes afecta positivamente a la probabilidad de acceder a la banca on-line. De hecho, el efecto es tanto más relevante cuanto mayor sea el número de menores en el hogar, lo que podría insinuar que la utilización de la banca por internet representa una herramienta de conciliación para los individuos con responsabilidades familiares. Los resultados también sugieren que cuando el número de miembros del hogar se incrementa, el incentivo a usar la banca electrónica es menor. Sin embargo, dado que la probabilidad de emplear la banca digital es creciente con el número de menores dependientes, el efecto negativo causado por un mayor tamaño familiar evidencia las repercusiones del envejecimiento del núcleo familiar, en línea con el efecto estimado de la edad.

La presencia de equipamiento TIC y de internet en el hogar, asociada a la destreza en la utilización de nuevas tecnologías, afecta positivamente a la probabilidad de utilizar la banca on-line. Contar con ordenador en la vivienda incrementa en 10 puntos la propensión a emplear la banca electrónica, mientras que disponer de conexión a internet de banda ancha

51: Si bien la TIC-H es un panel rotante, los microdatos públicos no contienen un identificador que permita seguir a los encuestados a lo largo de las diferentes olas de la encuesta. Por tanto, los datos han sido utilizados como si se tratasen de secciones cruzadas repetidas. Los resultados detallados del análisis de regresión se encuentran a disposición del lector interesado.

52: La estimación de los determinantes socioeconómicos de la probabilidad de que un individuo acceda a internet se encuentra en el Anexo.

53: Como demuestra BdE (2014), los hogares con más recursos tienen un balance financiero más diversificado, lo que podría incentivarlos a realizar un seguimiento más estrecho de sus activos y pasivos a través de internet.

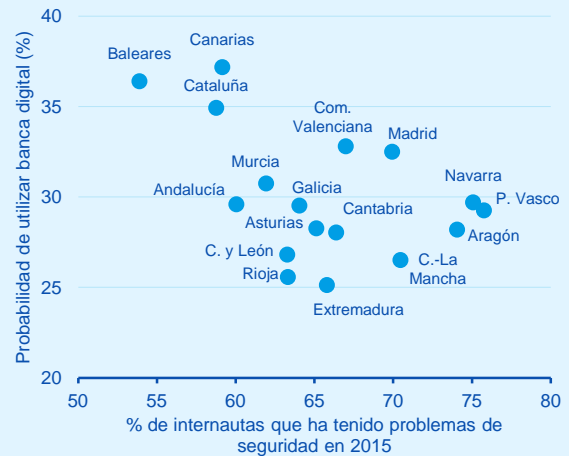
la eleva en 12 puntos respecto a los individuos que no tienen acceso a internet en el hogar⁵⁴.

Por último, se aprecia que **las características del lugar de residencia contribuyen a explicar las diferencias en la probabilidad de acceder a la banca por internet, aunque en menor medida que las personales y familiares**. El cuarto gráfico del Cuadro R.4.2 muestra que la propensión a utilizar la banca electrónica es ligeramente menor para los individuos que residen en municipios escasamente poblados. Además, se observan diferencias significativas de naturaleza idiosincrásica entre comunidades autónomas. Por ejemplo, la probabilidad de usar la banca digital en Baleares es 7 puntos mayor que la de Andalucía incluso tras considerar las diferencias de renta, situación laboral, propensión a conectarse a internet, etc., entre ambas regiones. Este resultado sugiere que pueden existir tanto factores de demanda inobservables (o no disponibles para el conjunto del periodo analizado) como de oferta que tienen efectos diferenciales a nivel regional.

La confianza en el uso internet puede ser una de las variables que introduce diferencias entre las comunidades autónomas. Como ilustra el Gráfico R.4.2, la probabilidad de emplear la banca on-line es mayor en las regiones con menor incidencia de problemas de seguridad informática. **También parece existir una relación negativa entre la propensión a utilizar la banca electrónica en cada comunidad autónoma y el número de oficinas bancarias per cápita**, lo que apuntaría a un cierto grado de sustituibilidad entre la banca digital y la tradicional (véase el Gráfico R.4.3).

Gráfico R.4.2

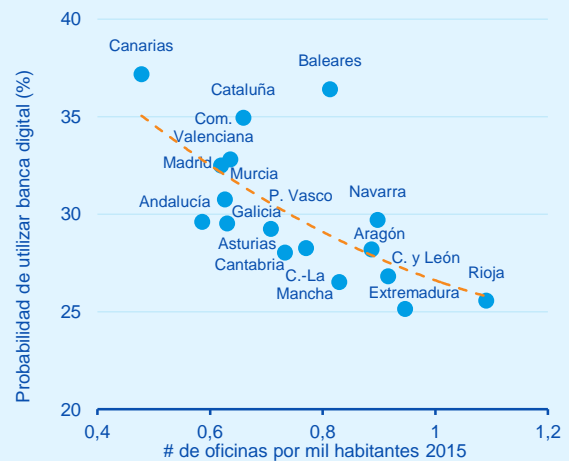
Probabilidad de acceder a la banca por internet y problemas de seguridad informática por CC. AA.



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico R.4.3

Probabilidad de acceder a la banca por internet y número de oficinas de entidades de crédito por CC. AA.



Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

54: La importancia de tener acceso a internet en la vivienda como determinante del uso de banca electrónica ha disminuido durante los últimos años a medida que se generalizaba el acceso a través de teléfonos inteligentes. De hecho, nuestras estimaciones indican que la presencia de internet en el hogar no contribuye a explicar la probabilidad de utilizar la banca digital en 2015. Nótese que España lidera la penetración de la banda ancha móvil en Europa: el 77% de los individuos que accedieron a internet en los últimos tres meses lo hicieron a través de banda ancha móvil, frente al 60% en el promedio de la UE-15 según IEB (2015).

Conclusiones

¿Qué características socioeconómicas explican la decisión de acceder a la banca por internet en España? Los resultados de este trabajo, realizado con la Encuesta sobre Equipamiento y Uso de Tecnologías de Información y Comunicación en los Hogares, muestran que el nivel educativo del individuo y, en particular, su destreza en la utilización de nuevas tecnologías, juegan un papel crucial en la propensión a utilizar la banca electrónica. Así, la probabilidad de acceder a la banca por internet de los individuos con estudios superiores duplica a la de quienes tan solo cuentan con estudios básicos, y la de aquellos que tienen entre 25 y 34 años de edad supera en más de 17 puntos a la de los mayores de 74 años. Del mismo modo, la importancia del nivel de renta es notable. Las estimaciones indican que la diferencia entre la probabilidad de usar la banca on-line de los individuos situados en la cuartila superior de la distribución de ingresos y la de los ubicados en la cuartila inferior alcanza los 18 puntos.

La propensión a utilizar la banca digital también es más elevada entre los varones, los nativos, los ocupados y los residentes en ciudades densamente pobladas, bien en hogares unipersonales, bien con menores dependientes. Por último, se obtiene que la presencia de equipamiento TIC y de internet en la vivienda incentivan el acceso a la banca electrónica.

Pero no solo los aspectos relacionados con la demanda afectan a la difusión de la banca por internet. La probabilidad de utilizar la banca digital habría aumentado más de 12 puntos entre 2008 y 2015 incluso aunque las características individuales, familiares e idiosincrásicas del lugar de residencia del encuestado no hubiesen cambiado. Este resultado sugiere que el progreso tecnológico y la apuesta de las entidades financieras por la digitalización de la oferta comercial favorecen el acceso a la banca electrónica.

Referencias

- Instituto de Estudios Bursátiles (2015): *La transformación digital de la banca española*. Estudio Banca Digital España 2015. IEB. Madrid.
- OCDE (2015): *OECD Digital Economy Outlook 2015*. OECD Publishing. Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264232440-en>
- Van de Ven, W. P. M. M. y B. M. S. Van Praag (1981): "The demand for deductibles in private health insurance: A probit model with sample selection", *Journal of Econometrics*, 17, 229-252.
- Wooldridge, J. M. (2002): *Econometric analysis of cross-section and panel data*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- BBVA Research (2014): *Situación Consumo. Segundo semestre 2014*. BBVA, Madrid. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-consumo-espana-segundo-semestre-2014/>
- BBVA Research (2015): *Situación Consumo. Primer semestre 2015*. BBVA, Madrid. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-consumo-espana-primer-semestre-2015/>
- BdE (2014): "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: Métodos, resultados y cambios desde 2008", *Boletín Económico enero 2014*, Banco de España. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Ene/Fich/be1401-art2.pdf>
- Correa, M., J. R. García y A. Tabanera (2015): "Comercio electrónico y hábitos de consumo en España: la importancia de la banca on-line", *Observatorio Economía Digital*, BBVA Research. BBVA, Madrid. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/comercio-electronico-y-habitos-de-consumo-en-espana-la-importancia-de-la-banca-on-line/>

Anexo

Cuadro R.4.A.1

Tipología de los internautas que utilizan los servicios de banca electrónica (2008-2015)

	Incidencia España (1)		Distribución España (2)		Incidencia UE-15 (1)	
	(% de internautas)		(% de usuarios de banca electrónica)		(% de internautas)	
	2008	2015	2008	2015	2008	2015
Total	33,9	50,0	100,0	100,0	51,0	61,0
Género						
Mujer	30,5	46,7	41,6	45,9	49,0	59,0
Varón	36,8	53,3	58,4	54,1	52,0	62,0
Edad						
<24 años	15,8	27,1	10,0	7,8	37,0	48,0
25-34	38,4	55,4	34,6	22,4	59,0	71,0
35-44	39,6	59,1	28,1	30,8	55,0	67,0
45-54	36,9	50,8	17,3	21,5	50,0	60,0
55-64	41,1	49,8	7,5	12,3	50,0	57,0
65-74	48,1	44,6	2,3	4,4	46,0	55,0
75 y más años	13,0	32,0	0,1	0,8	-	-
Nacionalidad						
Extranjera	21,6	34,5	7,7	7,5	-	53,0
Española	35,6	51,9	92,3	92,5	-	61,0
Nivel de estudios (definición Eurostat)						
Básicos	17,1	26,7	14,6	16,9	34,0	39,0
Secundarios	30,9	48,7	25,9	28,4	50,0	61,0
Superiores	47,3	69,9	59,5	54,7	63,0	76,0
Situación en relación con la actividad (definición Eurostat)						
Ocupado	39,5	61,4	83,7	71,0	55,0	68,0
Parado	18,6	34,0	3,7	12,1	37,0	43,0
Estudiante	13,5	28,3	4,9	6,5	31,0	44,0
Otro inactivo	28,7	40,4	7,8	10,5	46,0	53,0
Tamaño del hogar						
1 miembro	43,3	56,9	5,1	7,1	-	-
2	42,0	55,6	22,8	24,4	-	-
3	35,7	48,5	30,5	28,1	-	-
4	31,9	49,4	31,3	31,5	-	-
5 o más miembros	22,7	40,8	10,3	9,0	-	-
Menores de 16 años en el hogar						
0	34,1	47,8	62,3	60,6	-	-
1	31,5	49,7	21,5	21,0	-	-
2	37,3	59,7	16,0	17,9	-	-
3 o más	13,9	65,2	0,1	0,5	-	-
Ingresos mensuales netos del hogar						
1ª cuartila	14,9	26,1	4,4	9,1	44,0	54,0
2ª cuartila	25,9	42,7	23,1	26,5	42,0	57,0
3ª cuartila	41,7	63,4	34,8	30,6	50,0	63,0
4ª cuartila	50,4	75,1	37,7	33,8	55,0	74,0

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Cuadro R.4.A.1 (cont.)

Tipología de los internautas que utilizan los servicios de banca electrónica (2008-2015)

	Incidencia España (1)		Distribución España (2)		Incidencia UE-15 (1)	
	(% de internautas)		(% de usuarios de banca electrónica)		(% de internautas)	
	2008	2015	2008	2015	2008	2015
Ordenador en la vivienda						
No	15,0	19,7	4,3	2,8	-	-
Sí	35,9	52,3	95,7	97,2	-	-
Acceso a internet en la vivienda						
Vivienda sin conexión a internet	18,2	22,4	11,1	2,0	-	-
Vivienda con acceso a internet, pero no de banda ancha	31,8	21,9	8,0	0,3	38,0	52,0
Vivienda con acceso a internet de banda ancha	38,7	51,5	80,9	97,7	57,0	62,0
Lugar de residencia						
Área densamente poblada (>499 hab./km2)	36,8	53,8	61,7	55,5	51,0	62,0
Densidad poblacional intermedia (entre 100 y 499 hab./km2)	32,4	51,5	21,4	25,7	49,0	60,0
Área escasamente poblada (<100 hab./km2)	27,7	40,1	16,9	18,8	51,0	58,0
Comunidad Autónoma						
Andalucía	27,9	42,3	13,1	14,4	-	-
Aragón	33,3	50,6	2,8	2,9	-	-
Asturias (Principado de)	32,0	46,1	2,2	2,1	-	-
Baleares (Illes)	37,9	54,4	2,8	2,8	-	-
Canarias	36,6	48,9	5,0	4,5	-	-
Cantabria	32,9	52,0	1,3	1,3	-	-
Castilla y León	31,4	42,9	4,5	4,4	-	-
Castilla-La Mancha	25,0	41,0	2,8	3,4	-	-
Cataluña	39,4	59,0	20,8	19,7	-	-
Comunitat Valenciana	33,9	49,3	10,3	10,3	-	-
Extremadura	23,8	44,5	1,3	1,9	-	-
Galicia	30,1	51,1	4,5	5,5	-	-
Madrid (Comunidad de)	36,4	54,7	17,8	16,5	-	-
Murcia (Region de)	30,6	37,8	2,4	2,3	-	-
Navarra (Comunidad Foral de)	34,0	58,5	1,4	1,6	-	-
País Vasco	40,7	56,8	6,1	5,4	-	-
Rioja (La)	39,0	38,9	0,8	0,5	-	-
Ceuta (Ciudad Autónoma de)	32,7	52,6	0,2	0,2	-	-
Melilla (Ciudad Autónoma de)	15,9	52,0	0,1	0,2	-	-

(1) Porcentaje de internautas que ha usado el servicio de banca electrónica en los últimos tres meses.

(2) Porcentaje de usuarios de banca electrónica en los últimos tres meses.

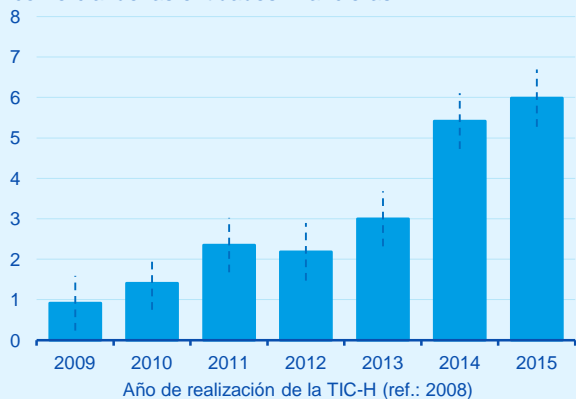
* Internautas entre 16 y 74 años, excepto indicación en contra.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

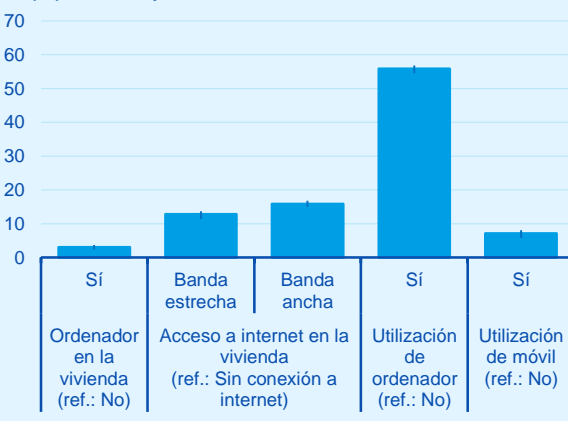
Cuadro R.A.4.2

Determinantes socioeconómicos de la probabilidad de utilizar internet. Efectos marginales (2008-2015, pp)

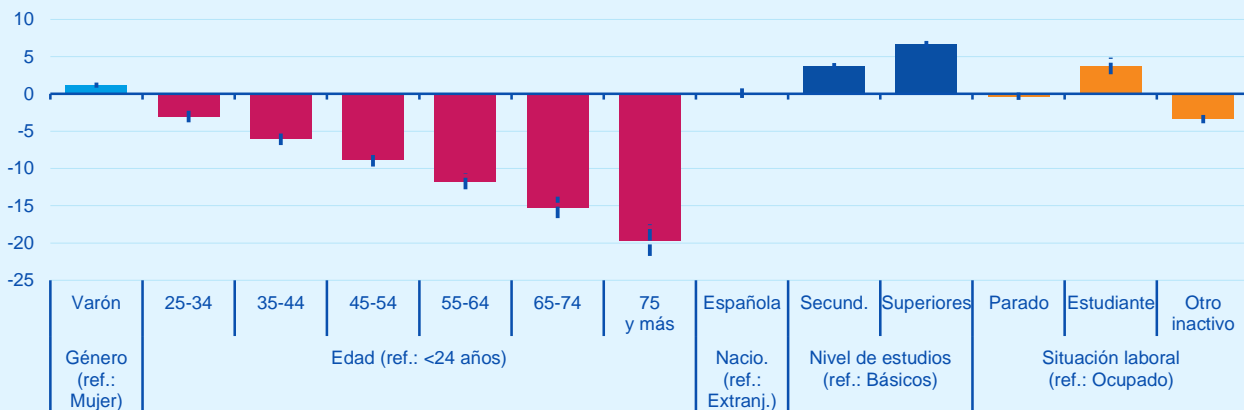
Ciclo, progreso tecnológico y política comercial de las entidades financieras



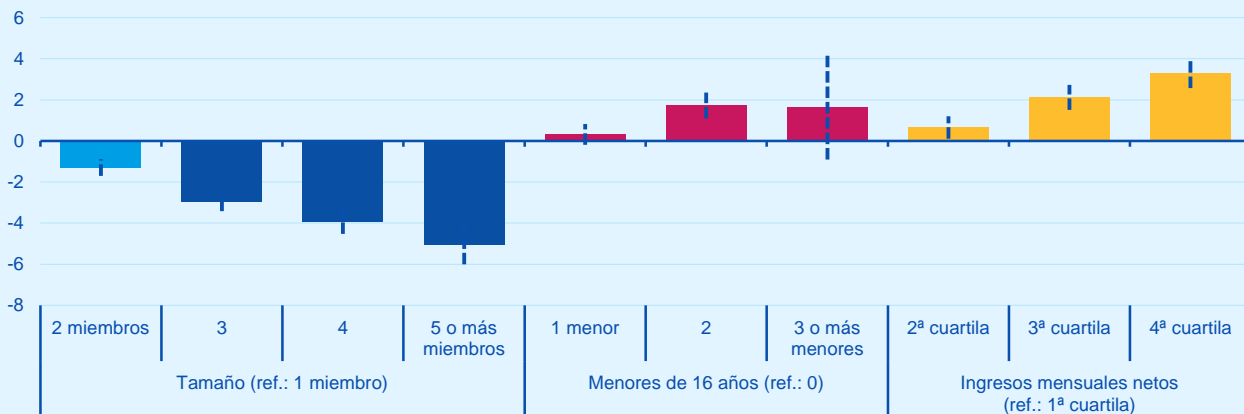
Equipamiento y uso de TIC



Características personales



Características del hogar



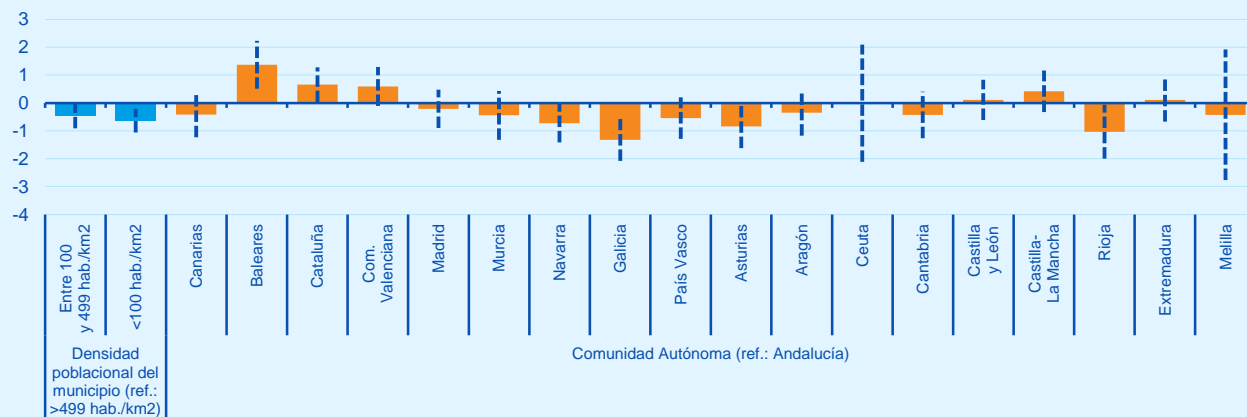
-- Intervalo de confianza al 95%.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro R.A.4.2 (cont.)

Determinantes socioeconómicos de la probabilidad de utilizar internet. Efectos marginales (2008-2015, pp)

Características del lugar de residencia



-- Intervalo de confianza al 95%.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

4 Cuadros

Cuadro 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,13	2,19	2,62
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,54	0,54	0,75

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,93	0,89
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,07	1,12
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,54	1,65
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	127,89	129,92
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,30	6,70	6,70

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

	2012	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
EEUU	0,25	0,25	0,25	0,50	1,00	2,00
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05
China	6,00	6,00	5,60	4,35	3,85	3,85

Fecha de cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
PIB a precios constantes	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,8	2,0
Consumo privado	0,7	-0,1	-1,3	-0,6	0,8	1,6	1,9	2,0
Consumo público	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,8	1,4	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,5	1,7	-3,2	-2,5	1,3	2,2	3,0	4,3
Inventarios (*)	1,0	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Demanda interna (*)	1,5	0,7	-2,3	-0,7	0,9	1,4	2,0	2,2
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	6,7	2,8	2,2	4,1	4,8	3,5	3,8
Importaciones (bienes y servicios)	9,8	4,4	-0,9	1,3	4,5	5,1	4,3	4,7
Demanda externa (*)	0,5	0,9	1,5	0,4	0,0	0,1	-0,2	-0,2
Precios								
IPC	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,0	1,7	1,8	1,3	0,9	0,8	1,0	1,6
Mercado laboral								
Empleo	-0,5	0,2	-0,5	-0,6	0,7	1,2	1,1	1,1
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	10,1	11,3	12,0	11,6	10,9	10,2	9,5
Sector público								
Déficit (% PIB)	-6,2	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-1,8	-1,5
Deuda (% PIB)	84,0	86,7	91,3	93,4	94,5	94,1	92,7	91,0
Sector exterior								
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,2	1,2	1,9	2,4	3,0	3,3	2,8

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.6

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

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)
Actividad					
PIB real	-1,2	1,4	3,2	2,7	2,7
Consumo privado	-3,1	1,2	3,1	2,8	2,5
Consumo público	-2,9	0,0	2,7	2,5	1,9
Formación Bruta de Capital	-3,7	4,8	6,3	4,1	5,6
Equipo y Maquinaria	4,0	10,6	9,6	4,8	5,0
Construcción	-7,1	-0,2	5,6	3,8	5,9
Vivienda	-7,2	-1,4	2,9	4,2	8,2
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-2,7	1,6	3,6	2,9	3,0
Exportaciones	4,3	5,1	5,9	4,8	5,7
Importaciones	-0,5	6,4	7,7	5,8	6,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2
PIB nominal	-1,1	1,0	3,9	4,1	5,2
(Miles de millones de euros)	1031,3	1041,2	1081,7	1125,7	1184,0
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	1,5	3,2	2,6	2,5
PIB sin construcción	-1,0	1,5	2,9	2,6	2,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,9	2,6
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,8	18,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,3	1,1	3,0	2,5	2,2
Productividad aparente del factor trabajo	2,0	0,3	0,1	0,2	0,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,9	1,3
Deflactor del PIB	0,6	-0,4	0,7	1,3	2,4
Remuneración por asalariado	1,7	-0,6	0,6	1,5	1,5
Coste laboral unitario	-0,3	-0,8	0,4	1,3	1,0
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,8	2,8	3,2
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	100,8	100,7	98,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,4	-5,8	-4,8	-3,4	-2,3
Hogares					
Renta disponible nominal	-0,8	0,9	2,1	3,6	3,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,2	9,8	9,4	10,2	9,5

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

Fecha cierre de previsiones: 5 de febrero de 2016.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España

Economista Jefe de Economías Desarrolladas

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

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61
Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78
Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39
Ignacio Belenguer
ignacio.belenguer@bbva.com
+34 91 757 52 78

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:**Escenarios Económicos**

Julián Cubero
julian.cubero@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

José Félix Izquierdo
jfelix.izquierd@bbva.com

Macarena Ruesta
esperanza.ruesta@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Inclusión Financiera

Alfonso Arellano
alfonso.arellano.espinar@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
julian.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

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