

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

El comportamiento cíclico del PIB y del consumo hasta el segundo trimestre de 2024

José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri, Vicente Pallardó y Camilo Ulloa

24 de octubre de 2024

Mensajes principales

- En este Observatorio se evalúan los factores que explican el **comportamiento cíclico del PIB y el consumo privado en España hasta 2T2024**.
- **La brecha del PIB por persona en edad de trabajar (PET) con respecto a su nivel tendencial se sitúa en -1,3 pp en el 2T2024**, mientras que la **tasa de crecimiento interanual del PIB por PET fue superior a su media tendencial**.
- Los **shocks de oferta han contribuido negativamente, con alrededor de -0,2 pp del crecimiento interanual del PIB por PET en el 2T2024**. En la primera mitad de 2024 la **aportación positiva de los menores márgenes de precios y la PTF** son los principales factores de crecimiento del PIB por PET.
- **Los shocks a la demanda de consumo y vivienda, y el crédito también han contribuido positivamente al crecimiento del PIB**.
- El **indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España sigue elevado**. Con respecto al cuarto trimestre de 2019, la relación entre vacantes y desempleo ha crecido un 51%, al pasar de 3.4% al 5% (1.6 pp).
- **El primer semestre de 2024 ha sido positivo en términos de crecimiento de la productividad**, sobre todo, por el buen comportamiento del PIB por hora trabajada.
- **El consumo privado por PET aún no ha recuperado su nivel prepandemia, situándose un 4% por debajo del nivel de 4T2019** y un 6,2% por debajo del máximo alcanzado en 4T2007.
- A pesar de la positiva contribución de los factores de oferta, el menor crecimiento del consumo privado respecto al PIB ha venido explicado por la **contribución negativa de los factores de demanda, entre los que destacan cambios en las preferencias de consumo y de vivienda**, probablemente captando el desincentivo sobre la compra de vivienda de la subida en el precio de este activo y la mejora en las expectativas sobre la situación económica general.
- El desempeño negativo del consumo en términos relativos, junto con el aumento de la renta disponible sobre el PIB explican el **aumento de la tasa de ahorro**.
- La **comparación internacional** muestra que el consumo de los hogares en España ha mostrado un peso sobre el PIB 9 puntos superior en comparación con los países de referencia de la UE8 (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos y Suecia) durante el siglo XXI.
- En el último bienio, **España ha registrado una notable recuperación en las cinco variables que influyen en el consumo privado**: ahorro, deuda, empleo, salarios y renta disponible. Destaca el desapalancamiento de los hogares y la recuperación de la tasa de ahorro, que aumentó hasta un 14,2% en 1T2024.
- A pesar de la evolución positiva reciente, el desempeño de la productividad sigue siendo un reto para el crecimiento de los salarios y del consumo privado de España.

1. Introducción

En esta edición del Observatorio del Ciclo se aborda el estudio de los determinantes del ciclo económico en España con la información completa **hasta el segundo trimestre de 2024**. Para ello, utilizamos una descomposición de *shocks* a partir del modelo macroeconómico EREMS (véase Boscá et al. 2020). Desde la anterior edición del Observatorio el INE ha realizado las revisiones ordinaria y extraordinaria de las series de las cuentas nacionales para la serie 1995-2023 y el cambio a la base contable que toma como referencia el año 2020, que han conducido a una estimación del PIB anual a precios corrientes de 1.498.324 millones de euros en 2023, un 2,5% superior al nivel estimado en la base contable anterior. Por tanto, en este Observatorio los datos trimestrales empleados ya tienen en cuenta esta importante revisión de los agregados macroeconómicos, lo que podría tener algún efecto en los resultados al comparar con las últimas ediciones del Observatorio.

Por otra parte, desde la anterior edición del Observatorio también se han producido cambios favorables en la evolución de la inflación y del PIB, que han seguido comportándose mejor de lo esperado a mediados de 2023. Ese crecimiento del PIB ha coincidido con un aumento notable de la población en edad de trabajar, básicamente debido al incremento de la participación laboral de la población extranjera. Así, **desde el cuarto trimestre de 2019 hasta el segundo trimestre de 2024, la población en edad de trabajar (PET) se ha ampliado un 5,3%**, debido principalmente a la población activa foránea en España (sólo **entre el segundo trimestre de 2023 y el segundo de 2024 la PET se ha incrementado un 1,5%**). La buena evolución de la economía ha descansado, aparte de en ese incremento de la fuerza laboral, en mejoras de competitividad (especialmente en el sector servicios), y en una política fiscal que de momento sigue sustentando el crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, **la economía española se enfrenta a importantes retos** como los cuellos de botella en algunos sectores exportadores y en el mercado de la vivienda, el bajo nivel de inversión y productividad, el envejecimiento, la escasez relativa de ciertos tipos de capital humano, el previsible ajuste fiscal en los próximos años, y **el aumento del ahorro de los hogares por encima de lo que explican sus fundamentos tradicionales**. A diferencia del consumo público y de las exportaciones de bienes, que han crecido más que el PIB desde finales del 2019, la inversión y el consumo privado han crecido menos.

En esta edición del Observatorio, aparte de las secciones habituales, **ponemos el foco en los factores estructurales que explican el comportamiento del consumo privado por PET**. Como acabamos de apuntar, analizar las razones **del menor crecimiento del consumo privado** nos permite también entender qué explica el aumento de la tasa de ahorro. Aunque nuestro modelo no permite ofrecer una explicación directa de la tasa de ahorro, ya que para eso deberíamos incorporar esta variable como un observable adicional del modelo, junto con las transferencias del Gobierno, sí que podemos identificar los **shocks estructurales que subyacen a la evolución cíclica de crecimiento del consumo por PET**. Veremos que al expresar los agregados macroeconómicos en términos de la PET implica un desempeño cíclico de la economía española que matiza la visión que obtenemos al analizar la evolución del PIB o del consumo en niveles.

El modelo incorpora un sector bancario que permite estimar distintos tipos de perturbaciones financieras, además de fiscales y monetarias, a la competencia en el mercado de bienes y servicios, procedentes de distintos tipos de cambios tecnológicos, perturbaciones procedentes de la economía exterior, y otras perturbaciones macroeconómicas. Utilizando los supuestos teóricos y las ecuaciones que describen la toma de decisiones por parte de los agentes, es posible estimar las 21 perturbaciones estructurales que se describen en el Anexo 1 y sus contribuciones al comportamiento de los principales agregados económicos a lo largo del tiempo, lo que lo

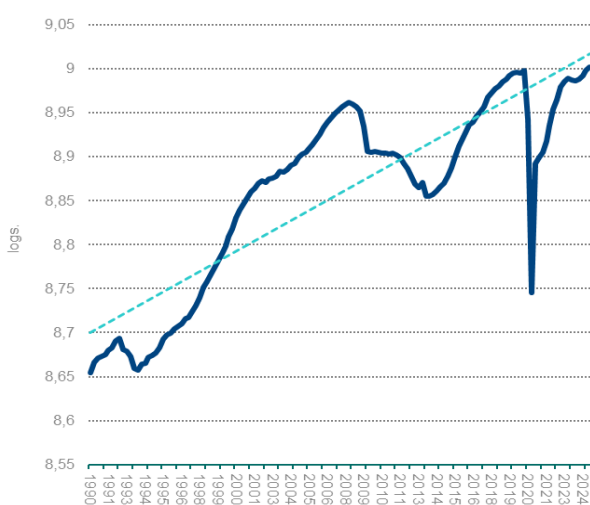
convierte en un complemento útil a las herramientas de modelización disponibles. Diversas instituciones internacionales como, por ejemplo, la Comisión Europea (véase Kollmann et al., 2016, o Albonico et al., 2017) disponen de herramientas similares para la eurozona y EE. UU.

En la segunda sección del presente observatorio se analizan los **factores de oferta, demanda y crédito que subyacen a la evolución del PIB por población en edad de trabajar (PIB por PET)**, para pasar en el apartado tercero a un análisis de **la caracterización cíclica del mercado de trabajo con metodologías de equilibrio parcial**. Tras estas dos secciones, que son fijas en todos los observatorios, nos centramos en la sección cuarta en el **análisis del consumo privado por PET y del crecimiento de los salarios**. En la quinta y última sección se realiza una **comparación intertemporal**, con respecto a ocho países de referencia de la Unión Europea (UE8), de **una serie de cinco indicadores que subyacen al comportamiento del consumo privado por PET**.

2. El crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar

El **Gráfico 1** representa el PIB real por población en edad de trabajar (PIB por PET) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir el crecimiento y la renta de una economía, y para realizar comparaciones internacionales. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el segundo de 2024. Bajo el supuesto de que la tendencia lineal aproxima adecuadamente la senda de equilibrio a largo plazo, la caída de la producción tan acusada en el año 2020 ha reducido ligeramente **el crecimiento tendencial del PIB por persona en edad de trabajar desde 1990, que se estima en torno a un 1% anual**.

Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-2T2024**



Logaritmos
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 2. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T2009-2T2024 (%)**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

De acuerdo **con la última revisión del INE**, el **PIB por PET** moderó notablemente su ritmo de recuperación en el cuarto trimestre de 2022 para empezar a volver a acercarse al crecimiento potencial histórico de nuestra economía tres trimestres después. De hecho, ha sido en el **primer trimestre de 2024 cuando el PIB por PET ha recuperado el valor alcanzado en el último trimestre previo a la pandemia**, situándose **la brecha con respecto a su tendencia todavía en -1,3 pp en el 2T2024**. Si la divergencia entre el PIB por PET y su nivel potencial se acaba cerrando en los próximos trimestres podremos hablar de una recuperación posterior a la pandemia completa, y que, por lo tanto, la tasa de crecimiento potencial de nuestra economía se habrá mantenido en el entorno del 1% histórico.

En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar con respecto a su media muestral desde 2008. Un valor cero indica que la tasa de crecimiento interanual observada coincide con la tendencial, mientras que valores positivos (negativos) recogen tasas de crecimiento interanuales superiores (inferiores) a la de la tendencia. **Aunque los tres últimos trimestres de 2023 se había ralentizado el crecimiento en términos del PIB por PET, siendo su tasa de crecimiento interanual entre 0,3 y 0,6 pp inferior a la tasa de crecimiento tendencial, la vuelta en los dos primeros trimestres de 2024 a tasas de crecimiento superiores a la tendencial parece apuntar a que el ciclo expansivo que se inició en el 2T2021 podría no haber concluido todavía.**

Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales se explican por cambios sustanciales en los **factores de oferta y demanda**. El **Gráfico 3** presenta la **contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento** interanual del PIB por PET en los últimos ocho trimestres. Las barras por encima del eje horizontal indican que la respectiva perturbación ha contribuido positivamente al ciclo económico, mientras que aquellas por debajo se corresponden con contribuciones negativas. La suma de todas las contribuciones es igual a la desviación respecto a su promedio de largo plazo de la tasa de crecimiento interanual del PIB por PET, que se representa en el Gráfico 2 con una línea continua.

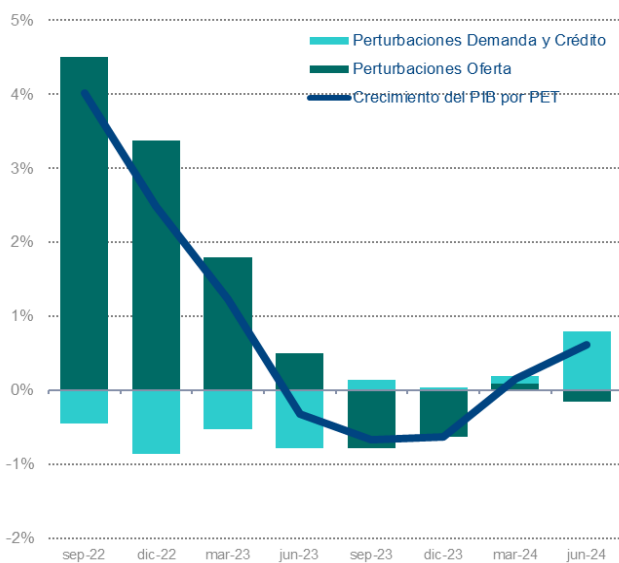
Para la correcta interpretación de los resultados, conviene destacar que, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, la observación de las series correspondientes a un periodo recoge el efecto sobre la suma acumulada de tasas de crecimiento intertrimestrales de cuatro trimestres.

Las perturbaciones de oferta, que habían sido el principal motor del crecimiento económico positivo durante el año 2022, compensando la contribución negativa de los factores de demanda y crédito, cambiaron de signo durante el año 2023, y tuvieron una influencia prácticamente nula en los dos primeros trimestres de 2024. De esta forma, **la tasa de crecimiento anual positiva (al situarse por encima de su media tendencial) del PIB por PET observada en el segundo trimestre de 2024 viene explicada, en su mayoría, por perturbaciones del lado de la demanda agregada**. En concreto, los shocks de oferta detraerían únicamente alrededor de 0,15 pp del crecimiento interanual observado en el 2T2024, explicando las perturbaciones de demanda 0,8 pp. del crecimiento.

A la recuperación de la tasa de crecimiento por encima del promedio muestral del PIB por PET **en el segundo trimestre de 2024 han contribuido con 0,7 pp las perturbaciones a la productividad total de los factores (PTF)**, lo que sin duda es una buena noticia. También **las perturbaciones a la imposición del trabajo y el capital** que en la recuperación postpandemia habían tenido un impacto negativo o **neutro han aportado 0,5 pp al crecimiento**. Por el lado de la oferta, la contribución de estas perturbaciones se ha visto prácticamente

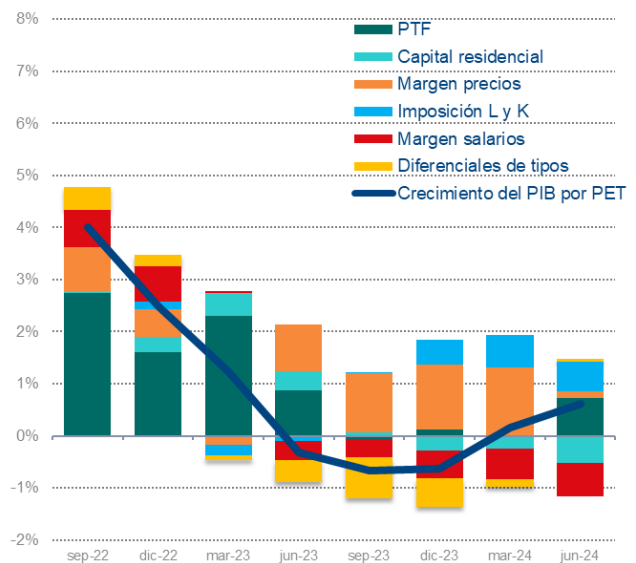
compensada por los **shocks al capital residencial (-0,5 pp)** y a los **márgenes salariales, que han detraído cerca de 0,7 décimas de crecimiento**. Posiblemente la explicación de estos cambios está en la presión por recuperar el poder adquisitivo de los salarios perdido tras los *shocks* energéticos e inflacionarios experimentados durante los trimestres previos. Por su parte, los *shocks* a los márgenes de precios han dejado de tener el impacto claramente positivo que tuvieron durante 2023, porque posiblemente las **empresas han empezado a trasladar a los precios finales una mayor proporción del aumento de los costes de producción** que no habían trasladado anteriormente. Finalmente, ante el fin de las subidas de tipos por parte del BCE y el inicio de las bajadas, los diferenciales de tipos de interés han pasado de tener una contribución negativa a la tasa de crecimiento del PIB por PET durante 2023 ha tener un ligero impacto positivo en 2T2024.

Gráfico 3. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

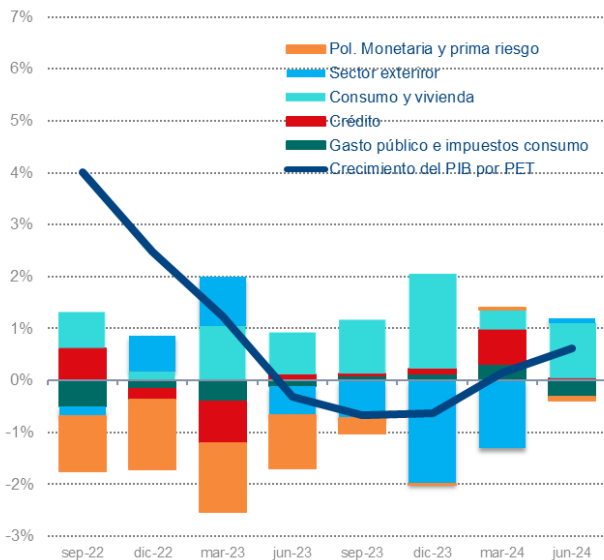
Gráfico 4. **CONTRIBUCIONES DE LA COMPETENCIA EN MERCADOS, EL CAPITAL RESIDENCIAL, LA IMPOSICIÓN SOBRE TRABAJO Y CAPITAL, Y DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

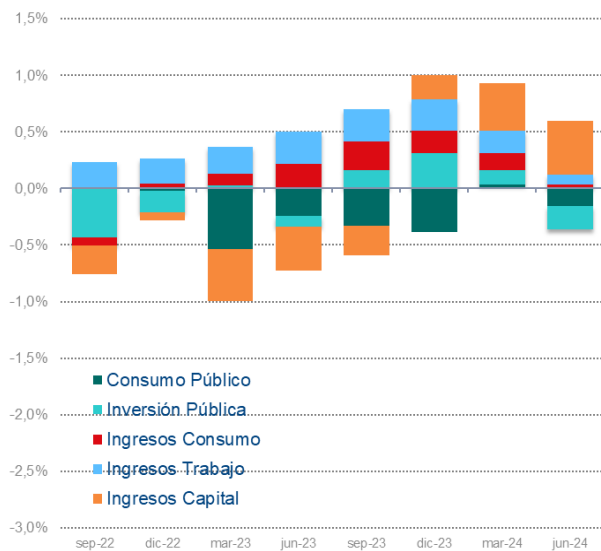
Como ya se ha comentado, los *shocks* de demanda y crédito están contribuyendo positivamente a las tasas de crecimiento interanuales del PIB por PET en el 2T2024. De acuerdo con la desagregación de las perturbaciones de demanda y crédito del **Gráfico 5, el shock al consumo y la vivienda contribuyó con cerca de 1,1 pp al crecimiento anual del PIB por PET, debido casi exclusivamente al tirón del shock sobre la vivienda**. También los *shocks* procedentes del sector exterior han añadido cerca de una décima al crecimiento. Por el lado negativo, los **shocks de política fiscal y los de política monetaria han detraído aproximadamente 0,4pp de crecimiento anual entre mediados de 2023 y de 2024**.

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES DE POLÍTICA MONETARIA, GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, SECTOR EXTERIOR, CONSUMO PRIVADO Y VIVIENDA, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET DE LOS COMPONENTES DEL GASTO Y LOS INGRESOS PÚBLICOS, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

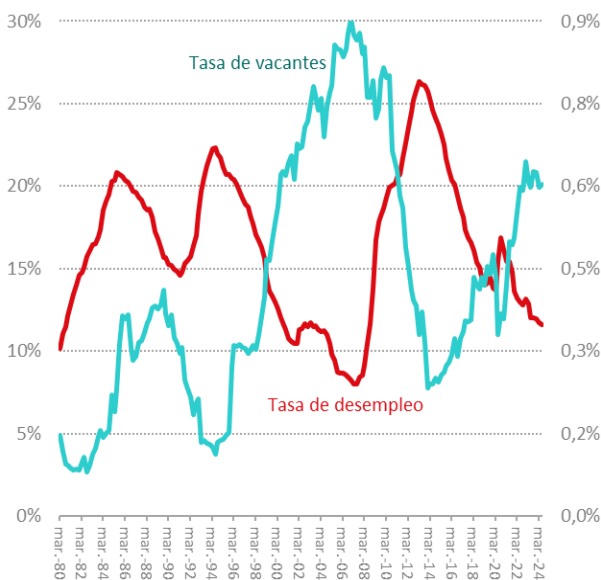
El **Gráfico 6** amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicas, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **En agregado, la contribución del sector público ha sido prácticamente neutra (-0,15 pp) en 2T2024.** En el lado positivo están los impuestos al capital (contribución de 0,4 pp) y los impuestos al trabajo y al consumo (contribución conjunta inferior a 0,2 pp). Por su parte, las perturbaciones a la inversión pública (contribución de -0,2 pp) y al consumo público (contribución de -0,15 pp) han sido negativas en este periodo, pese a la revisión al alza del consumo público en la contabilidad nacional. No obstante, es importante destacar la elevada incertidumbre a la que están sujetos en los últimos años los observables sobre ingreso y gastos del sector público, consecuencia de importantes revisiones y desfases en la información necesaria para elaborar las series.

3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

El **Gráfico 7** muestra el comportamiento de las tasas de desempleo y de vacantes en la economía española desde el primer trimestre de 1980 hasta el segundo trimestre de 2024. Corregida de factores estacionales, la tasa de desempleo se situó en 2T2024 en el 11,6%. Tendríamos que remontarnos hasta la Gran Recesión, en el 3T2008, para encontrar en España una tasa de desempleo tan baja. Por su parte la tasa de vacantes experimentó una recuperación todavía más rápida, cruzando el nivel prepandemia en el segundo trimestre de 2021. Desde entonces, y hasta el cuarto trimestre de 2022 en pleno ciclo expansivo, la tasa de vacantes creció ininterrumpidamente hasta situarse en un 0,64%. Desde finales de 2022 y hasta la actualidad, la tasa de

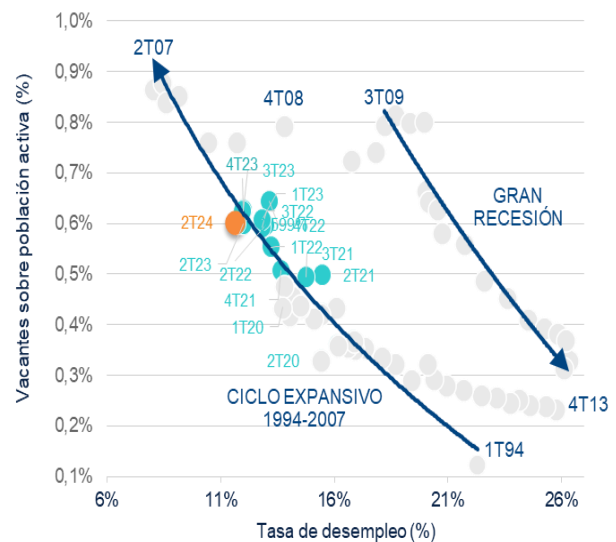
vacantes no ha vuelto a crecer y parece haberse estabilizado en valores cercanos al 0,6%. **El indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España, definido como las vacantes entre el desempleo, parece haberse estabilizado ligeramente por encima del 5% (era 3,4% en el cuarto trimestre de 2019).** Tal vez por ello, **los shocks a los márgenes de salarios, que habían contribuido de manera muy positiva al crecimiento del PIB por PET en la recuperación de la crisis del Covid han pasado a tener una contribución ligeramente negativa durante 2023 y lo que va de 2024.** En los próximos trimestres habrá que prestar atención a la evolución de la variable de tensionamiento del mercado de trabajo y a cómo se traslada este fenómeno a los márgenes salariales.

Gráfico 7. **TASAS DE VACANTES Y DE DESEMPLEO (CVEC)**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 8. **CURVA DE BEVERIDGE**



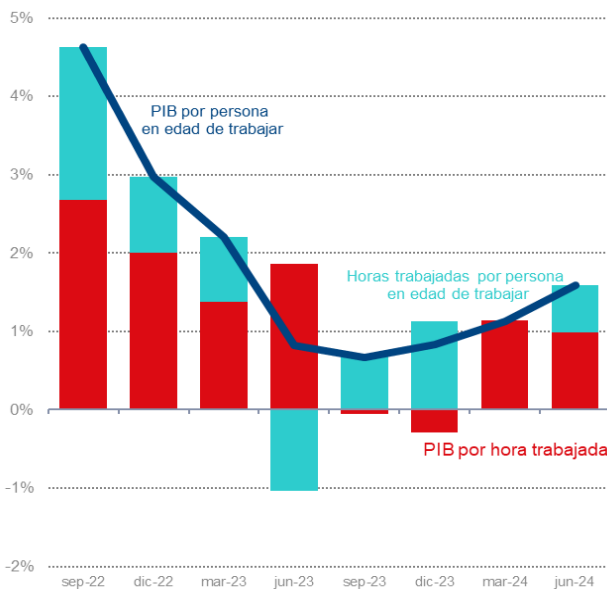
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

La curva de Beveridge (Gráfico 8) permite estudiar la relación entre vacantes y desempleo desde otra óptica. Los desplazamientos a lo largo de la curva de Beveridge, como entre 2010 y 2013, son principalmente resultado del ciclo económico. Sin embargo el desplazamiento hacia el exterior observado entre 2007 y 2009, coincidiendo con la Gran Recesión, puede interpretarse como un aumento del desajuste en el mercado de trabajo y una menor eficiencia en el emparejamiento de desempleados y vacantes debido a una reducción en la eficiencia de la asignación entre empleadores que buscan trabajadores y las habilidades específicas que poseen los trabajadores, a una reducción en la intensidad del esfuerzo de búsqueda de los empleadores, o a un aumento en porcentaje de desempleados de larga duración, con mayores dificultades para dejar el desempleo (Barlevy, Faberman, Hobbijn y Sahin, 2023).

Durante la recuperación de la Gran Recesión entre 2013 y 2019, la curva de Beveridge deshizo el camino realizado durante la crisis, con desplazamientos hacia el origen de esta curva y aumentos de la relación vacantes/desempleados, de modo que, en el último trimestre de 2019, la ratio entre vacantes y desempleo se situaba en un nivel consistente con el ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.

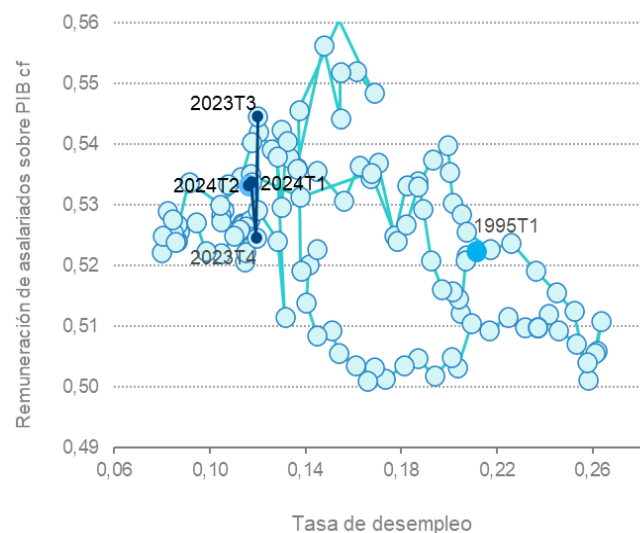
Durante la crisis de la Covid, la relación entre las tasas de vacantes y desempleo no se alejó de la curva de Beveridge inicial, a diferencia de lo observado en Estados Unidos, donde los procesos de recontractación, abandonos de puestos de trabajo, y reubicación de trabajadores supuso un fuerte desplazamiento hacia la derecha de la curva de Beveridge (Barlevy, Faberman, Hobijn y Sahin, 2023). **En los dos primeros trimestres de 2024 la relación entre vacantes y desempleo sigue situándose prácticamente sobre la curva de Beveridge del ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.** No obstante, tal y como comentábamos anteriormente, **al haberse estabilizado la tasa de vacantes en el entorno del 0,6% durante los últimos trimestres, esto indica que las tensiones que recientemente han afectado al mercado de trabajo podrían haber dejado de aumentar.**

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 3T2022-2T2024**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 10. **PARTICIPACIÓN DE LA REMUNERACIÓN DE LOS ASALARIADOS SOBRE PIB A COSTE DE LOS FACTORES Y TASA DE DESEMPLEO, 1T1995-2T2024**



Datos desestacionalizados. Fuente: Elaboración propia a partir del INE

El **Gráfico 9** descompone la variación interanual del PIB por PET, en PIB por horas trabajadas (productividad) y el número de horas trabajadas por PET. Se trata de una descomposición contable no basada en perturbaciones estructurales. Con respecto al anterior observatorio, la revisión de la contabilidad nacional del INE no ha cambiado la imagen obtenida de esta descomposición. La acusada caída observada en la tasa de crecimiento del PIB por PET observada hasta 3T2023 se corresponde con la caída tanto en la tasa de crecimiento en el número de horas trabajadas por PET, como en la tasa de crecimiento de la productividad por hora trabajada. Sin embargo, **la recuperación del crecimiento del PIB por PET de los dos primeros trimestres de 2024 concurre con un crecimiento de 1 pp de la productividad.** También las horas por PET han mantenido el crecimiento del PIB en el 2T2024 aportando 0,6 pp. Sería una buena noticia para la economía española que en los próximos trimestres se confirme que la productividad está influyendo de forma importante en el crecimiento del PIB por PET.

El **Gráfico 10** muestra la **remuneración de los asalariados sobre el PIB al coste de los factores y su relación con la tasa de desempleo**. En la serie histórica utilizada, que empieza en el 1T1995, la remuneración de los asalariados sobre PIB ha variado entre el 50% y el 56%, con el grueso de los trimestres comprendido entre el 52 y el 54%. En el último trimestre de 2019 anterior a la pandemia de la Covid, la participación de los salarios en la renta agregada fue del 51,9%, con una tasa de desempleo del 13,8%. **Durante los primeros trimestres de 2024 la participación de los salarios se ha mantenido cerca del promedio muestral, situándose en el 53,3%.**

4. El comportamiento del consumo privado

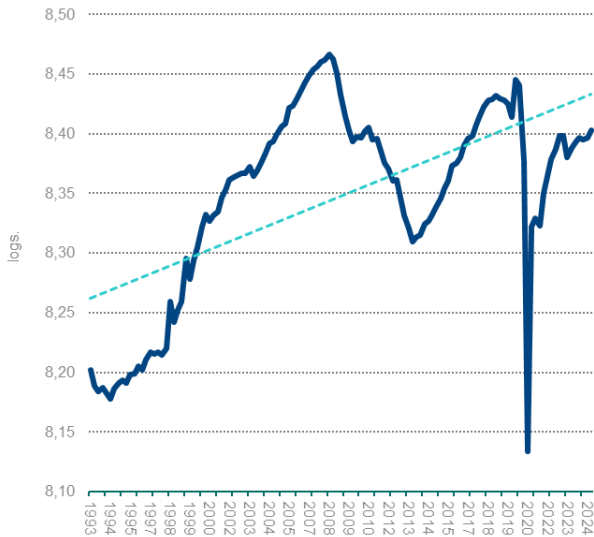
En esta sección nos centramos en el análisis del consumo privado, que es el principal componente del PIB por el lado de la demanda y, a diferencia de los trimestres anteriores, el que más ha contribuido al crecimiento interanual del mismo en el segundo trimestre de 2024. El **Gráfico 11** en el que se ilustra **la evolución del consumo por PET refleja una imagen distinta a la obtenida para el PIB**. En primer lugar, el consumo por PET no ha recuperado su nivel prepandemia, situándose todavía un 4% por debajo del nivel del 4T2019, y un 6,2% por debajo del máximo alcanzado antes de la Gran recesión, en 4T2007. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, **el consumo por PET se situaría en la actualidad por debajo de su tendencia histórica.**

El menor dinamismo del consumo agregado de las familias en relación con el PIB en el periodo post-Covid ha sido consistente con el aumento del ahorro agregado de los hogares y la disminución de la tasa de consumo sobre la renta disponible, como muestra el **Gráfico 12**. De hecho, el aumento del ahorro ha sido también mayor **gracias al aumento de la ratio renta bruta disponible sobre PIB**, cuyo peso aumentó del 63,1% en 2019 al 68,5% en 2020 y al 65,7% en 2021.

Centrándonos en los dos años transcurridos entre el 3T2022 y el 2T2024, el **Gráfico 13** muestra tres trimestres con caídas del consumo por PET (por debajo de la tendencia) y cuatro trimestres con crecimiento (por encima de la tendencia). En todos ellos, con la excepción del 2T2024, los factores de oferta agregada han empujado el consumo al alza, mientras que el conjunto de perturbaciones de demanda ha jugado un papel negativo o neutro. Sin embargo, **los shocks de oferta han ido perdiendo peso, hasta no desempeñar ningún rol en la explicación del crecimiento interanual** del consumo por PET en el 2T2024, mientras que los factores de demanda parece que han empezado a contribuir positivamente.

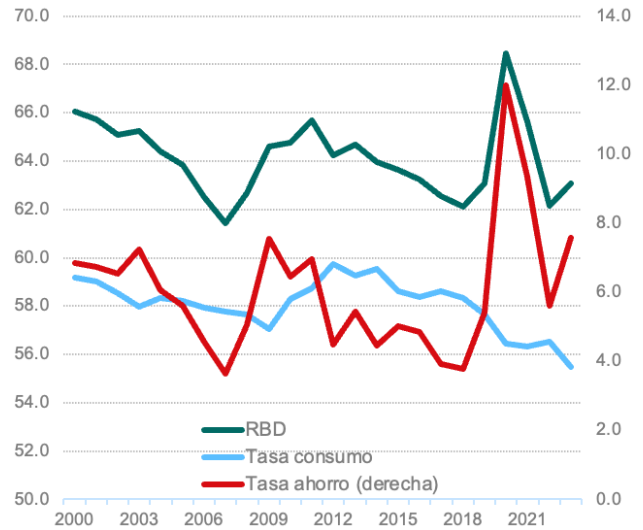
La contribución positiva de los márgenes de precios al crecimiento del consumo por PET que se observa en el **Gráfico 14** evidencia una **compresión de los márgenes empresariales durante el periodo de elevada inflación, de manera que las empresas no han transferido a los precios de consumo todo el aumento de sus costes de producción, principalmente de materias primas y energía importadas. Conforme la tasa de inflación se ha ido moderando, los márgenes han vuelto a niveles normales**, lo que, en equilibrio general, el modelo lo recoge con una reducción de su contribución positiva. La evolución de los márgenes, aunque éstos siguen teniendo un efecto positivo sobre el consumo, ha sido la principal responsable de la reducción de la contribución del shock agregado de oferta.

Gráfico 11. **CONSUMO PRIVADO POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 4T1992-2T2024**



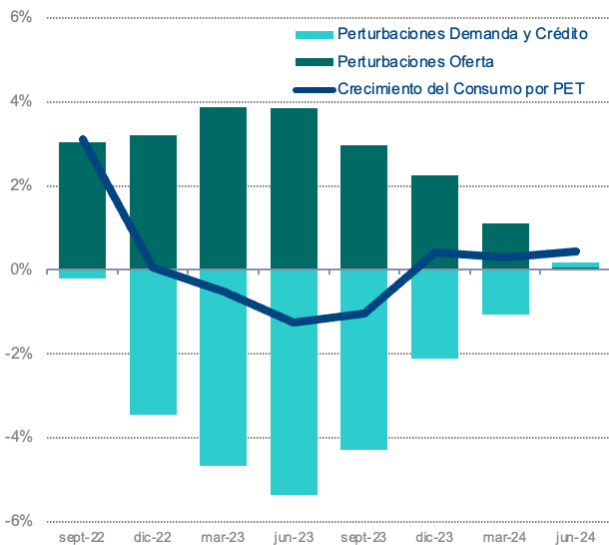
Logaritmos
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 12. **RENTA BRUTA DISPONIBLE (RBD), TASA DE CONSUMO Y TASA DE AHORRO, 2000-2024**



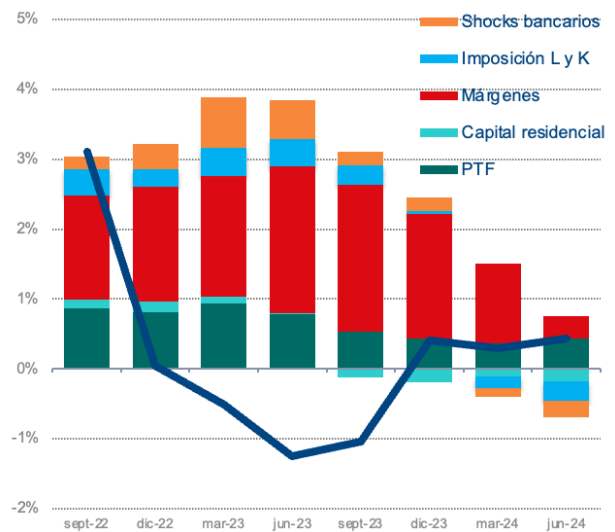
RBD, consumo y ahorro (porcentaje sobre PIB). Fuente: Elaboración propia

Gráfico 13. **CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO AL CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

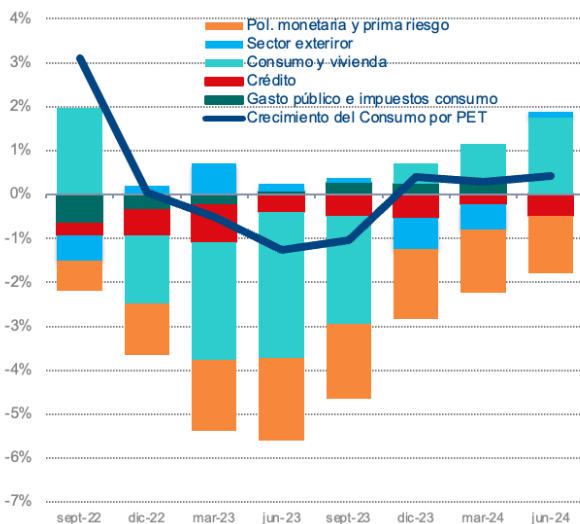
Gráfico 14. **CONTRIBUCIONES DE LOS FACTORES DE OFERTA AL CONSUMO PRIVADO, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

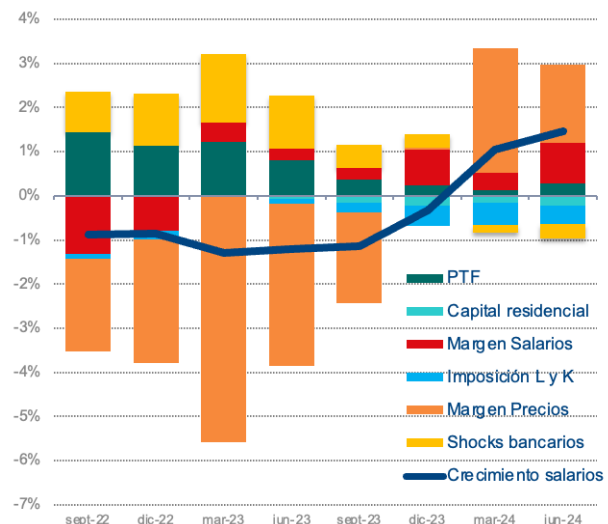
Otros factores han tenido una importancia menor en términos trimestre a trimestre, pero en términos agregados han llegado a detraer casi un punto porcentual al crecimiento interanual del consumo por PET. Se trata del **shock al capital residencial** que, aunque de modo todavía moderado, ha ido ganando peso entre los factores que restan, y que **puede estar evidenciando las dificultades que tiene la oferta de vivienda para responder a las necesidades de una población en rápido crecimiento**. También la imposición directa sobre trabajo y capital, cuya contribución durante el periodo ha pasado de positiva a negativa, o **el diferencial de tipos, que nos habla de que la, por entonces incipiente, rebaja en los tipos de interés de referencia no se estaban trasladando en su totalidad a los hogares**.

Gráfico 15. **CONTRIBUCIONES DE POLÍTICA MONETARIA, GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, SECTOR EXTERIOR, CONSUMO PRIVADO Y VIVIENDA, 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16. **CONTRIBUCIONES DE SHOCKS RELACIONADOS CON LA OFERTA AGREGADA AL CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS REALES 3T2022-2T2024**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

El **Gráfico 15** ofrece la contribución de los distintos factores de demanda. El factor que denominamos ‘shock de consumo y vivienda’ es el principal responsable de la contribución positiva del shock agregado de demanda a la tasa de crecimiento interanual del último trimestre disponible. En particular, el shock a la vivienda aporta 0,2 pp a este crecimiento, probablemente captando el desincentivo sobre la compra de vivienda de la subida en el precio de este activo, lo que libera fondos para el consumo. Por su parte, **la perturbación genuina a la preferencia por el consumo aporta 1,5 pp. Este factor está muy ligado a la evolución de las expectativas de los hogares sobre la situación económica que, en los dos primeros trimestres de 2024, parece ser percibida como más favorable. Compensando en gran parte la contribución positiva de las expectativas, la política monetaria frena el crecimiento del consumo interanual 1,3 pp en el 2T2024**. El carácter restrictivo ejercido por la política monetaria sobre el consumo, que se observa en la descomposición, ha debido de relajarse como consecuencia de las rebajas sucesivas en los tipos de interés por parte del BCE desde el mes de junio. Sin

embargo, habrá que esperar al siguiente observatorio, cuando la CNE correspondiente al año 2024 esté completa, para cuantificar la importancia de este cambio de dirección en la política monetaria.

Una de las variables que sin duda condiciona la evolución del consumo es el comportamiento de las rentas del trabajo. En el anterior observatorio analizamos el buen desempeño reciente del empleo equivalente a tiempo completo, que es una de las bases de las rentas del trabajo. En el **Gráfico 16** representamos la otra base: la evolución de los salarios reales. En los dos últimos años con la información completa disponible, los salarios reales estuvieron creciendo a tasas inferiores a su tendencia desde 3T2022 hasta 4T2023, y se han recuperado en los dos últimos trimestres. En toda la dinámica considerada, el comportamiento de los márgenes ha sido fundamental. Durante los trimestres con las tasas de inflación más elevadas, los márgenes de precios y de salarios lograron contener los salarios, evitando efectos de segunda ronda. **Desde principios de 2024, con las tasas de inflación estabilizadas y en descenso, las perturbaciones a los márgenes de precios y salarios han ayudado a revitalizar la tasa de crecimiento de los salarios.** En el futuro, sería deseable que el crecimiento de los salarios estuviera basado en factores relacionados con la PTF, que en los dos últimos trimestres ha tenido una importancia muy marginal.

5. Determinantes del consumo de las economías domésticas en la economía española en el contexto europeo

La sección de comparación internacional en el Observatorio sobre el Ciclo Económico en España, como es habitual, centra su atención en el tema específico que se aborda con detalle en el cuerpo central del Observatorio, en este caso el consumo de las economías domésticas, mediante el análisis del comportamiento de cinco variables que influyen en su evolución.

Recordemos que la referencia de comparación es un conjunto de países, con perfiles macroeconómicos e institucionales sólidos, que denotamos como UE8: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos y Suecia. El ejercicio comparativo se desarrolla a lo largo de la pasada década y media, diferenciando cuatro subperíodos: los años de la crisis iniciada con la Gran Recesión y extendida por los problemas de deuda soberana de la periferia de la Eurozona (2008-2013); el período de moderado crecimiento posterior (2014-2019); el bienio de la pandemia y el rebote económico tras la misma (2020-2021); y, por último, los últimos dos años, marcados por crecientes tensiones geopolíticas y el peor brote inflacionista en medio siglo, aunque también por la progresiva normalización de las cadenas globales de suministro (2022-2023).

Para nuestra evaluación de factores que condicionan la trayectoria del consumo de las familias, seleccionamos un conjunto de cinco variables entre las proporcionadas por instituciones públicas y privadas de reconocida solvencia. En este caso, nuestra selección viene también condicionada por la necesidad de disponer de series que se extiendan, al menos, durante el período antes referido. Las cinco variables¹ objeto de análisis son:

¹ El detalle de la descripción de estas y las fuentes originales de los datos se presenta en el Anexo al final del presente documento.

- **Tasa de ahorro de las economías domésticas**², reflejando el resultado de la decisión de los hogares entre emplear su renta en el presente o diferirla hacia el futuro.
- **Deuda de las economías domésticas**, indicando el condicionamiento que sobre esa decisión consumo-ahorro supone la carga del apalancamiento acumulado por los hogares.
- **Tasa de empleo**: revelando el acceso a un puesto de trabajo, fuente fundamental de renta de las economías domésticas, considerando los niveles de actividad y ocupación en la economía.
- **Salario**: mostrando la evolución de la remuneración proporcionada por esa fuente más habitual de renta de las familias.
- **Renta disponible**: recogiendo el crecimiento del conjunto de la renta a disposición de las familias.

Como realizamos en la sección de comparación internacional de los recientes Observatorios del Ciclo, acompañamos las reflexiones sobre los resultados más significativos del indicador con una aproximación gráfica que facilita una mejor visión general de la evolución, absoluta y relativa a la UE-8, de la economía española. Recordemos que, en cada indicador, las cinco variables correspondientes al mismo aparecen situadas en los radios del pentágono. En cada caso, valores más exteriores implican mejores resultados, al contrario que los valores más cercanos al origen. Ello implica que áreas mayores suponen una situación más favorable para la zona económica considerada. Para facilitar la comparación entre los gráficos de períodos sucesivos, los valores extremos de cada radio del pentágono se han hecho corresponder al dato más favorable y el dato más desfavorable de cada variable, para cualquiera de las dos áreas que se comparan y en cualquiera de los períodos. De esta forma, no solo se puede comparar España con la UE8 en cada momento del tiempo, sino la evolución absoluta de cada uno de los dos espacios económicos y la evolución relativa entre ellos.

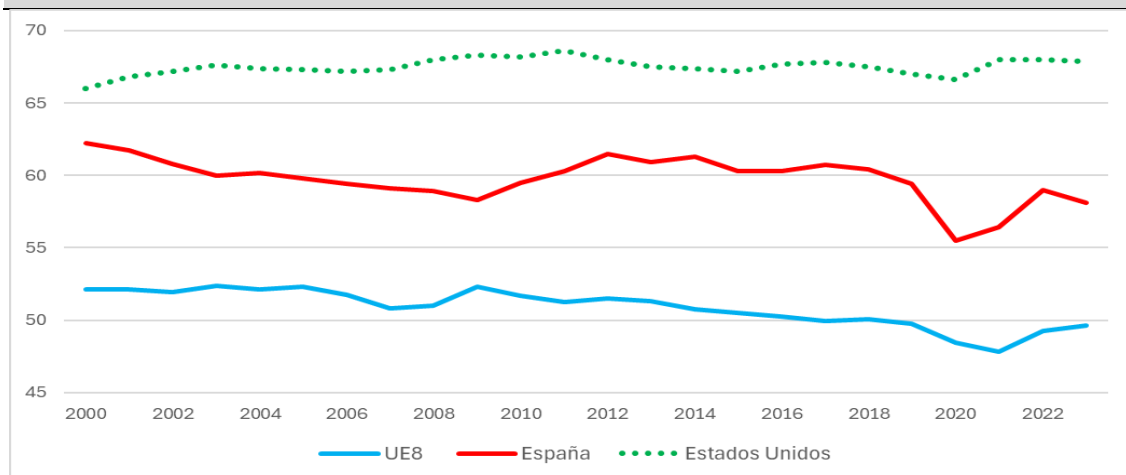
Antes de comenzar con las reflexiones sobre las variables seleccionadas, introducimos el **Gráfico 17** que revela cómo **el peso del consumo de las familias sobre el PIB es apreciablemente superior** (9 puntos porcentuales para el promedio de los años transcurridos del siglo XXI) **al correspondiente al conjunto de nuestra área de referencia**³ (UE8). La tendencia del indicador muestra un sutil descenso, aunque resulta más perceptible, sobre todo en el caso de España, el paralelismo de este con el momento del ciclo: el peso del consumo de las economías domésticas se reduce en las fases bajas del mismo y sube en las de mayor dinamismo. En todo caso, como muestra el gráfico, las cifras tanto de España como de la UE8 se sitúan a considerable distancia de las de Estados Unidos.⁴

² Las economías domésticas incluyen las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

³ La ratio se ha calculado a partir del consumo y el PIB nominales con información de la OCDE. La evolución de la misma está así influenciada por el deflactor relativo del consumo respecto al del PIB. Sin embargo, pensamos que la representación en términos nominales es una buena medida del esfuerzo realizado en consumo.

⁴ La comparación entre Europa y Estados Unidos sería menos desfavorable a Europa si se incluyera en ambos casos los bienes y servicios producidos por el sector público y disponibles directamente para los hogares, lo que refleja la distinta preferencia social por lo público.

Gráfico 17. **CONSUMO PRIVADO DE LAS ECONOMÍAS DOMÉSTICAS (% DEL PIB).**



Fuente: elaboración propia con datos de la OCDE

Centramos ya el análisis en las variables seleccionadas. En el **Gráfico 18** se recoge la comparación de España con la UE8:

- El comportamiento de la tasa de ahorro resulta de considerable interés, por sus notables oscilaciones y, en los últimos trimestres, por su ascenso en España. En la UE8 esta tasa se mantuvo muy estable, levemente por encima del 15% de la renta disponible, durante la década previa a la pandemia. En España, donde ese nivel se situó por debajo del 10% en los años de crisis, no solo no se recuperó en el período expansivo, sino que siguió reduciéndose, coincidiendo con el proceso de desapalancamiento de la economía Española. Para ambas áreas económicas es bien conocida la reacción al alza del ahorro, particularmente intensa en España, con el estallido de la COVID-19, tanto por motivos de obligación como de precaución. Sin embargo, mientras en la UE8 la superación de la pandemia supuso una cierta corrección a la baja de la tasa de ahorro, que, sin embargo, se mantiene por encima de los niveles previos a 2020, el comportamiento en España ha sido muy diferente. A una reducción de diez puntos porcentuales (p.p.) respecto a la renta disponible (del 17,5% al 7,6%) entre 2020 y 2022, en una trayectoria muy similar, por ejemplo, a la vivida en Estados Unidos, ha seguido una recuperación casi igual de enérgica, con la tasa alcanzando el 11,7% en 2023 y el 14,2% en el primer trimestre de 2024. Sin duda, el extraordinario crecimiento de la renta disponible, con la combinación de una notable creación de empleo y una fuerte recuperación de los salarios reales desde la segunda mitad del pasado año se encuentra tras esa recuperación del ahorro en España. El hecho de que se haya producido mientras el consumo avanza moderadamente denota que no se trata de un desplazamiento de la renta disponible del consumo hacia el ahorro, sino de la disponibilidad de mayores opciones con una renta disponible creciente. Será de interés constatar si, al contrario que en el previo período expansivo, la mayor tasa de ahorro se mantendrá o retornará a cifras inferiores y alejadas de las habituales en la UE8.

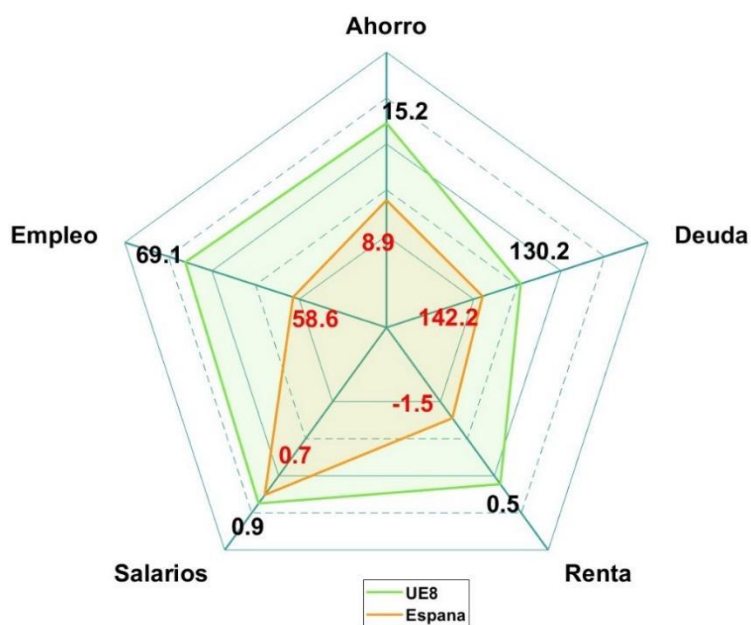
- La tendencia de largo plazo más reseñable entre las variables analizadas es el extraordinario desapalancamiento de las familias españolas en la pasada década y media, con una caída de 50 pp entre el primer y el último subperíodo aquí considerados. Mientras tanto, esa deuda sobre la renta disponible se ha mantenido sumamente estable, en el entorno del 130%, en la UE8, con un pequeño aumento ligado a la pandemia ya corregido en los dos últimos ejercicios. Debe recordarse que las reducciones de deuda no solo se deben al pago de la misma, sino a la imposibilidad definitiva de hacer frente al endeudamiento (que termina con la cancelación de la deuda y, en el caso de las empresas, con su quiebra y liquidación) y a la erosión que procesos inflacionistas de la magnitud de los vividos en los últimos tres años ejercen sobre una deuda no indiciada a la inflación. En todo caso, esas tasas de inflación también se han dado en la UE8 y, desde luego, no explican la reducción de la deuda en España en la década anterior. Sea como fuere, el desapalancamiento del sector privado (tanto el de las familias, al que aquí hemos hecho referencia) como el de las empresas, supone un factor que debería influir positivamente en el potencial de consumo e inversión de los hogares. Cabe destacar que, en el agregado de la economía, el desapalancamiento del sector privado ha permitido compensar el diferencial negativo experimentado por la deuda pública en relación a la UE8 (de situarse la deuda pública sobre PIB 24 puntos por debajo respecto a la UE8 a estar 30 puntos por encima en 2023).
- La tasa de empleo ha mostrado una evolución al alza de manera ininterrumpida a lo largo de las cuatro etapas consideradas, y de magnitud muy similar en la economía española (6 pp) y la de la UE8 (5 pp). En este ámbito, el mercado laboral español sigue mostrando un diferencial adverso considerable respecto a nuestros socios europeos de referencia, y el camino a recorrer entre una tasa de empleo del 65% (España) y otra del 74% (UE8), tomando los datos del conjunto de 2023, es un reto considerable (y, en el que, como queda dicho, se ha progresado poco) para la economía española.
- Los salarios reales mostraron un muy leve crecimiento, en consonancia con el de la productividad de trabajo, tanto a nivel español como europeo en la década previa a 2020. La acumulación de *shocks* acaecida desde entonces, con la COVID-19, la invasión rusa de Ucrania, la espiral inflacionista y la relativamente rápida reversión de ésta, han dado lugar a fluctuaciones en la evolución del salario real, dependiendo de la intensidad del acaparamiento laboral (“labor hoarding”), como mecanismo voluntario por parte de las empresas de asegurarse la mano de obra ante lo que se esperaba meras perturbaciones de corto plazo, o inducido por la política económica. También la mayor o menor capacidad de compensar en la negociación salarial las desviaciones al alza de la inflación vividas desde la segunda mitad de 2021 incide en esa fluctuante trayectoria reciente de los salarios reales. En todo caso, para el periodo de la pandemia y posterior, el crecimiento ha sido mayor en España (mínimo, pero positivo, frente al descenso en el conjunto de la UE8).
- La evolución de la renta disponible real ha mostrado, aunque con el perfil cíclico previsible, notable estabilidad para la UE8 con anterioridad a la pandemia, pero es remarcable su estancamiento en el último bienio. Mientras tanto, en España la variabilidad ha resultado mucho mayor, con una apreciable caída en el primer subperíodo (2008-2013) pero también con una recuperación moderada pero significativa en los años posteriores (2014-2019). Al rebote en 2021 de la pérdida de renta disponible el año central de la pandemia (2020) lo sucedió un movimiento inverso, fruto de la inflación, en 2022. Como

ya se ha indicado, en 2023 la confluencia del aumento del empleo y de un crecimiento salarial nominal que comienza a compensar esa pérdida de poder adquisitivo anterior, junto a un marcado aumento de las prestaciones sociales, cercano a los dos dígitos, dan lugar a un aumento de la renta disponible real del 6,5%, que excede con mucho al de cualquier otro año contenido en este análisis y, desde luego, al citado estancamiento de la misma en la UE8.

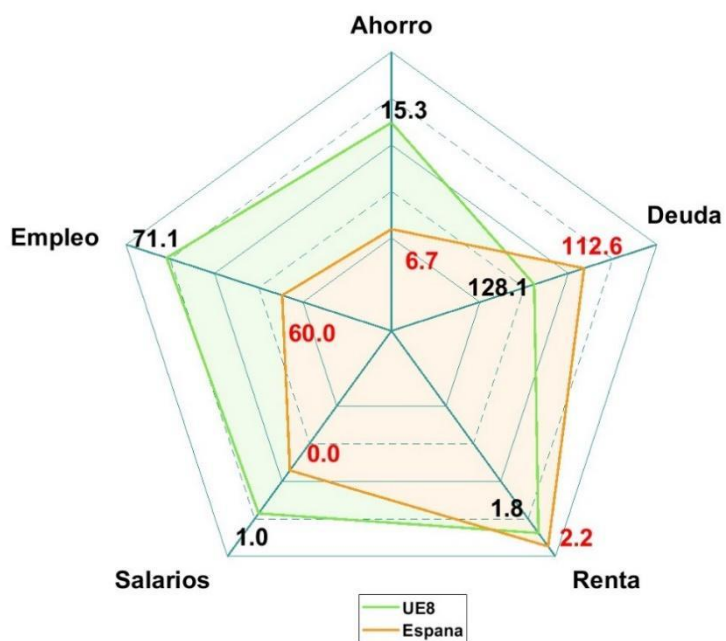
Sintetizando, la evolución reciente de los factores seleccionados, y que contribuyen a explicar el comportamiento del consumo de las familias, se ha mostrado favorable en la economía española, tanto en términos absolutos como en comparación a la UE8. Denotamos entre ellos el fuerte crecimiento de los salarios reales y, en general, de la renta disponible de los hogares, la elevación de la tasa de empleo y, muy especialmente, el fuerte proceso de desapalancamiento de las economías domésticas, con una perspectiva temporal que se remonta ya más de una década. En estos últimos trimestres, y sin que ello se traduzca en una pérdida de dinamismo del consumo privado, esa confluencia de factores ha permitido impulsar con intensidad al alza la tasa de ahorro, ahora mismo relativamente cercana al conjunto de nuestras economías de referencia.

No obstante, queda la incertidumbre de cuánto tiempo puede mantenerse este escenario favorable si, como hemos destacado con asiduidad en anteriores Observatorios del Ciclo Económico, la productividad de la economía española sigue estancada.

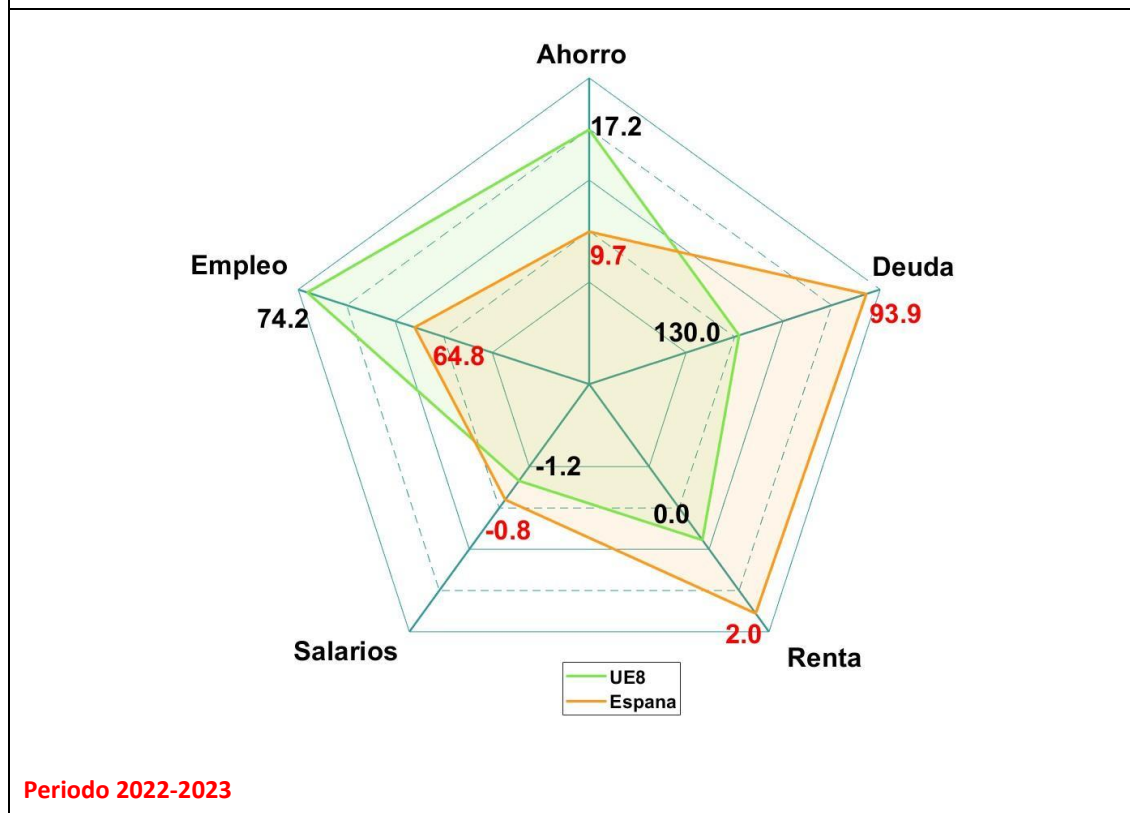
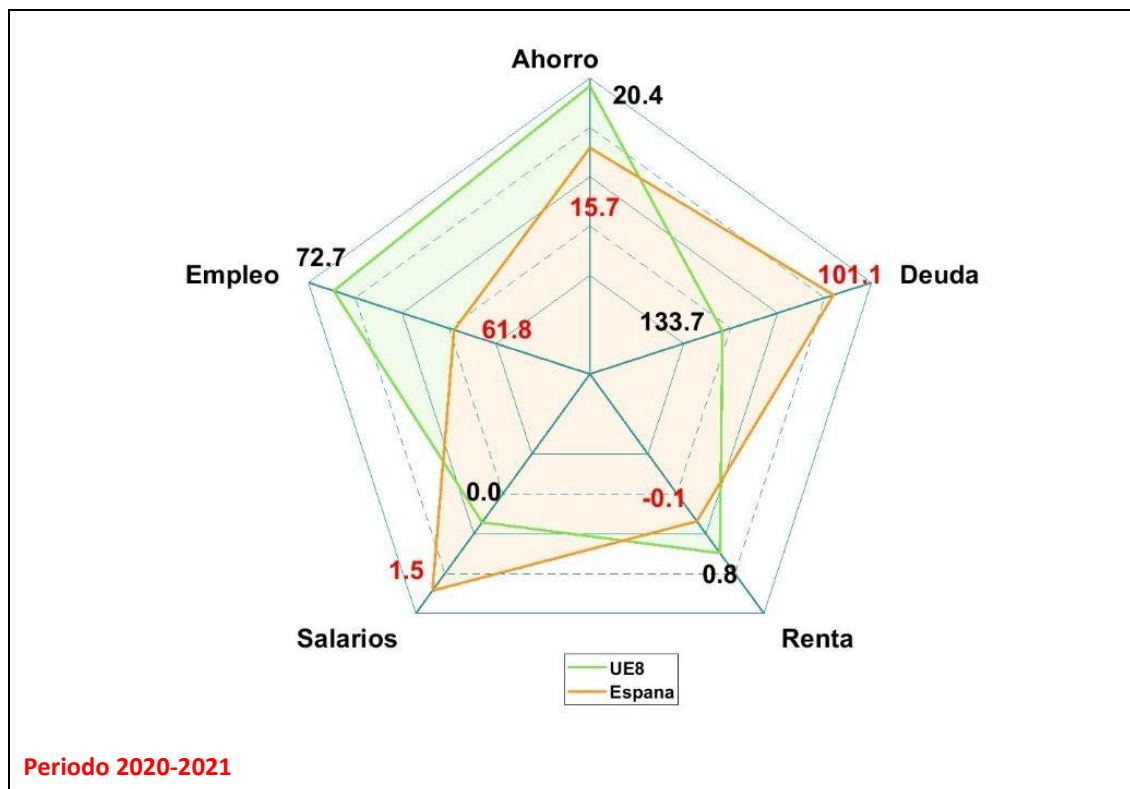
Gráfico 18. **AHORRO, DEUDA DE LOS HOGARES, RENTA DISPONIBLE, SALARIOS Y TASA DE EMPLEO: ESPAÑA Y UE8**



Periodo 2008-2013



Periodo 2014-2019



Fuente: Elaboración propia

Anexo 1

Perturbaciones de oferta

1. Perturbación tecnológica debido a perturbaciones que afectan a la productividad total de los factores.
2. Perturbación sobre los márgenes salariales por perturbaciones que afectan el poder de mercado de los trabajadores.
3. Perturbación sobre los márgenes de precios por perturbaciones en el poder de mercado de los productores de bienes.
4. Perturbación sobre el diferencial en la fijación de los tipos de interés de préstamos a empresas.
5. Perturbación sobre el diferencial en fijación de los tipos de interés de préstamos a hogares.
6. Perturbación sobre el diferencial en la fijación de los tipos de interés de los depósitos de los hogares.
7. Perturbación sobre la eficiencia en que los nuevos bienes de inversión son transformados en capital residencial.
8. Perturbación sobre el capital bancario (en la transformación del beneficio a capital financiero)
9. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor trabajo.
10. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor capital.

Perturbaciones de demanda

11. Perturbación al precio de la vivienda, que tienen su origen en perturbaciones relacionadas con la demanda de vivienda.
12. Perturbación a la demanda de bienes de consumo, originado por cambios en las expectativas sobre la situación económica o en la tasa de descuento temporal de los hogares.
13. Perturbación al gasto público debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
14. Perturbación a la inversión pública debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
15. Perturbación de política monetaria, debido a perturbaciones que afectan al tipo de interés de referencia fijado por el BCE (política monetaria convencional).
16. Perturbación a las importaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de la demanda de importaciones al tipo de cambio real y a la renta doméstica.
17. Perturbación a las exportaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de las exportaciones al tipo de cambio real y a la renta del resto del mundo.
18. Perturbación a la prima de riesgo, originado por perturbaciones que afectan al modo en el que el tipo de interés de mercado sufre variaciones debido al comportamiento de la deuda exterior neta.
19. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava el consumo.

Perturbaciones de crédito

20. Perturbación al crédito a las empresas, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de las empresas.
21. Perturbación al crédito a los hogares, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de los hogares.

Anexo 2

1. Economías integrantes de la UE-8 y ponderaciones (según PIB a PPA)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Austria	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5	4,6	4,5
Bélgica	5,4	5,5	5,5	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	5,7
Dinamarca	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2
Finlandia	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Francia	29,3	29,8	29,5	29,3	29,0	29,3	29,0	28,9	28,7	28,5	28,6	28,7	27,9	28,3	28,3	28,5
Alemania	40,6	40,0	40,5	40,9	40,9	40,8	41,5	41,4	41,7	41,9	41,7	41,5	42,0	41,3	41,0	40,8
Países Bajos	9,5	9,6	9,4	9,3	9,3	9,3	9,1	9,1	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,3	9,5	9,5
Suecia	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	5,3	5,3

2. Variables utilizadas en la comparación internacional

Variable / Índice	Descripción	Fuentes originales
Tasa de ahorro	Tasa de ahorro bruta de las economías domésticas como porcentaje de la renta disponible	OCDE/Eurostat
Deuda	Deuda bruta de las economías domésticas como porcentaje de la renta disponible	OCDE
Tasa de empleo	Personas empleadas como porcentaje de la población en edad de trabajar	OCDE
Salario	Tasa de variación del salario medio anual en términos reales	Eurostat
Renta disponible	Tasa de variación de la renta neta disponible de las economías domésticas en términos reales	Eurostat/Banco de España

Notas:

- 1.- Los datos de Renta disponible y Deuda bruta no se encuentran disponibles para todos los países de la UE8 en el año 2023. Los resultados para el período 2022-2023 corresponden a la media entre los datos completos del primero de los dos años con los datos, con la ponderación modificada requerida, de los países para los que sí se encuentran disponibles en 2023.
- 2.- Las economías domésticas incluyen siempre las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bibliografía

Albonico, A., Calès, L., Cardani, R., Croitorov, O., Ferroni, F., Giovannini, M., ... y Ratto, M. (2017): "The Global Multi-Country Model (GM): An Estimated DSGE Model for the Euro Area Countries (No. 2017-10)." Joint Research Centre, European Commission. <https://goo.gl/fGNhbU>

Barlevy, G.; Faberman, R. J.; Hobijn, B.; y A. Sahin (2023): "The Shifting Reasons for Beveridge-Curve Shifts", WP 2023-38, Federal Reserve Bank of Chicago.

Boscá, J. E., Doménech R., Ferri J., Méndez, R. y Rubio-Ramírez, J. (2020): "Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy." *European Economic Review*, 127, 103469.

Kollmann, R, B. Pataracchia, R. Raciborski, M Ratto, W. Röger y L. Vogel, L. (2016), "The Post-Crisis Slump in the Euro Area and the US: Evidence from an Estimated Three-Region DSGE Model", *European Economic Review* 88, 21-41.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

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 presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones 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.

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.

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.