



# Comportamiento cíclico del PIB hasta el primer trimestre de 2025 e incertidumbre arancelaria

JOSÉ E. BOSCA

RAFAEL DOMÉNECH

JAVIER FERRI

VICENTE PALLARDÓ

CAMILO ULLOA

Observatorio sobre el Ciclo Económico en España

Estudios sobre la Economía Española 2025/09

**Mayo de 2025**

**fedea**

*Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores  
y no coinciden necesariamente con las de Fedea.*

## Observatorio sobre el ciclo económico en España

# Comportamiento cíclico del PIB hasta el primer trimestre de 2025 e incertidumbre arancelaria

José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri, Vicente Pallardó y Camilo Ulloa  
19 de mayo de 2025

- En este Observatorio se evalúan los factores que explican el **comportamiento cíclico del PIB y el consumo privado en España hasta 1T2025**.
- **La brecha del PIB por persona en edad de trabajar (PET) con respecto a su nivel tendencial se sitúa en -0,9 pp en el 1T2025**, mientras que la **tasa de crecimiento interanual del PIB por PET fue ligeramente 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 1T2025**. Dentro de este tipo de perturbaciones, únicamente los márgenes salariales (0,3 pp) y los diferenciales de tipos (0,2 pp) han contribuido positivamente.
- **Los shocks a la demanda de consumo y vivienda, y el crédito han contribuido positivamente al crecimiento del PIB, con unas 7 décimas**, destacando la contribución positiva de las perturbaciones de crédito, y demanda de consumo y vivienda.
- **El indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España sigue elevado**. Con respecto al cuarto trimestre de 2019, la relación vacantes/desempleo ha crecido un 71%, al pasar de 3,4% al 5,8% (2,4 pp).
- **El arranque de 2025 ha sido positivo para el crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar**, tanto por el buen comportamiento de la productividad, como de las horas por persona en edad de trabajar.
- **El sector exterior ha sostenido el crecimiento post-crisis**, con exportaciones por encima de las importaciones desde 2020 y superávits crecientes en la balanza por cuenta corriente.
- Las exportaciones presentan tasas de crecimiento por debajo de la media desde mediados de 2023, explicadas mayoritariamente por **shocks negativos de demanda externa**. Las importaciones también se frenan, impulsadas por la mejora **en la competitividad doméstica**.
- A partir del promedio obtenido bajo distintos escenarios sobre la subida de los aranceles, se estima una caída media del 1,6 % en exportaciones totales y **una reducción del PIB de 0,3 pp en promedio entre 2025-2027**, respecto a su nivel en el escenario base sin aumento de los aranceles, con efectos casi neutros sobre la balanza comercial.
- **España muestra, en relación a otros países europeos, una posición negociadora relativamente favorable frente a EE. UU. en comercio de bienes y proteccionismo no arancelario**, pero de debilidad relativa en inversión directa en EE. UU. y esfuerzo en gasto en defensa respecto a sus socios europeos (UE8).
- La comparación internacional indica que, pese a no satisfacer todas las demandas expresadas hasta el momento por la Administración Trump, **España mantiene una posición negociadora comparable o incluso mejor que la media de la UE8**.

## 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 publicada por el INE **hasta el primer trimestre de 2025**. Para ello, utilizamos una descomposición de *shocks* a partir del modelo macroeconómico EREMS (véase Boscá et al. 2020). Desde la anterior edición del Observatorio han transcurrido tres trimestres, en los que **la elección de Donald Trump como presidente de EE. UU. en su segunda legislatura está reconfigurando el orden económico y comercial vigente durante décadas**. La incertidumbre asociada a la propuesta arancelaria del presidente americano ha sumido al mundo en una **situación de elevada incertidumbre** que se prolongará, al menos, durante los tres meses de negociación de nuevos acuerdos comerciales bilaterales.

Por otra parte, pese a la situación de atonía en la que viven las economías de nuestros principales socios europeos, **desde la anterior edición del Observatorio, la economía española ha mostrado una evolución favorable de la inflación y del PIB**, que han seguido comportándose mejor de lo esperado desde finales de 2023. Ese crecimiento del PIB ha coincidido con un **aumento notable de la población en edad de trabajar durante todo 2024 y el primer trimestre de 2025**, básicamente debido al incremento de la población extranjera. La buena evolución de la economía sigue descansando, aparte de en ese incremento de la fuerza laboral, en un **mayor protagonismo del consumo de los hogares y en una alta resiliencia de las exportaciones de servicios**. Se prevé que, pese a la incertidumbre global, el crecimiento de la economía española continúe apoyada, entre otros factores, en el aumento de la competitividad, la caída del precio del petróleo, la disminución de tipos de interés o la utilización e inversión en energías renovables.<sup>1</sup> Además, la caída de la inflación ha favorecido en los últimos trimestres y, muy probablemente lo seguirá haciendo, el crecimiento de la renta bruta disponible en un mercado laboral con salarios al alza.

En esta edición del Observatorio, aparte de las secciones habituales, **ponemos el foco en los factores estructurales que explican el comportamiento de las importaciones y exportaciones por persona en edad de trabajar (PET)**. Además, mediante un ejercicio de simulación evaluamos, al menos bajo diferentes escenarios, **los efectos en nuestra economía de la nueva política arancelaria de EE. UU.** Se trata de ejercicios sujetos a gran incertidumbre, dado que, como es bien sabido, se desconocen los resultados de las negociaciones arancelarias con la mayor parte de los países. En cualquier caso, se hacen explícitos los supuestos utilizados en estas simulaciones a partir del modelo macroeconómico EREMS.

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 habituales en todos las ediciones de este observatorio, nos centramos en la sección cuarta en el análisis de los shocks que subyacen al comportamiento cíclico **de las exportaciones e importaciones por PET y en las simulaciones de los efectos de la política arancelaria estadounidense en**

---

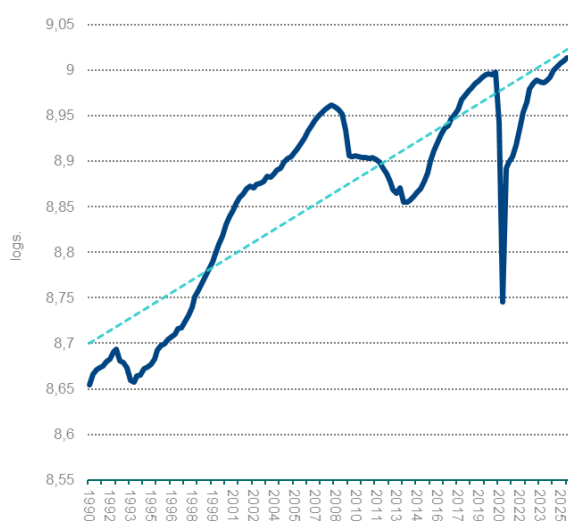
<sup>1</sup>: A este respecto, véase [BBVA Research \(2025\)](#), *Situación España*.

nuestra economía. 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 ayudan a definir la potencial posición negociadora frente a la Administración Trump a partir de las prioridades que ésta ha definido en sus relaciones con otros países.**

## 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 primero de 2025. 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.**

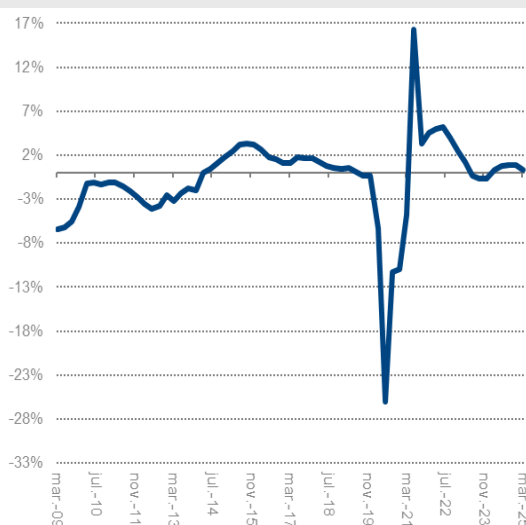
Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-1T2025**



Logaritmos.

Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 2. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T2009-1T2025 (%)**



Desviaciones respecto al promedio muestral.

Fuente: Elaboración propia a partir de INE

De acuerdo con la **Contabilidad Nacional 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 nivel correspondiente al crecimiento potencial histórico de nuestra economía dos trimestres después. De hecho, no fue hasta el **primer trimestre de 2024** cuando el PIB por PET recuperó el valor alcanzado en el último trimestre previo a la pandemia, situándose la brecha con respecto a su tendencia todavía en **-0,9 pp en el 1T2025**. 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 tendencial 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 en 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 0,7 pp inferior a la tasa de crecimiento tendencial, la vuelta desde entonces a tasas de crecimiento superiores a la tendencial (entre 0,3 y 0,9 pp) parece apuntar a que el ciclo expansivo que se inició en el 2T2021 podría no haber concluido todavía.**

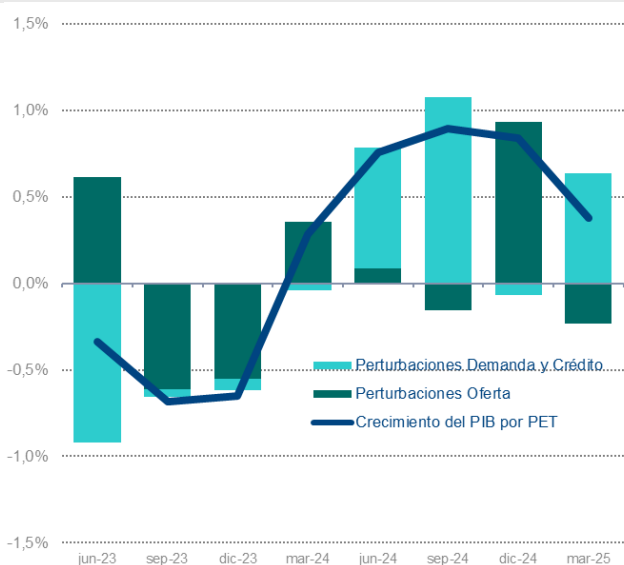
Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales se explican por cambios sustanciales en los factores de oferta y demanda. El Gráfico 3 presenta la contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento interanual del PIB por PET en los últimos 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 aproximadamente 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 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 tres primeros trimestres de 2024. Sin embargo, **en el último trimestre de 2024 volvieron a explicar la mayor parte del crecimiento interanual de ese año** (casi 1 pp). El primer trimestre de 2025 revela, no obstante, que los factores de demanda y crédito están volviendo a ganar protagonismo, compensando la muy leve contribución negativa al crecimiento de las perturbaciones de oferta. De esta forma, **la tasa de crecimiento anual positiva (al situarse por encima de su media tendencial) del PIB por PET observada en el primer trimestre de 2025 viene explicada, en su mayoría, por perturbaciones del lado de la demanda agregada.** En concreto, los shocks de oferta detraerían únicamente alrededor de 0,2 pp del crecimiento interanual observado en el 1T2025, explicando las perturbaciones de demanda 0,6 pp. del crecimiento.

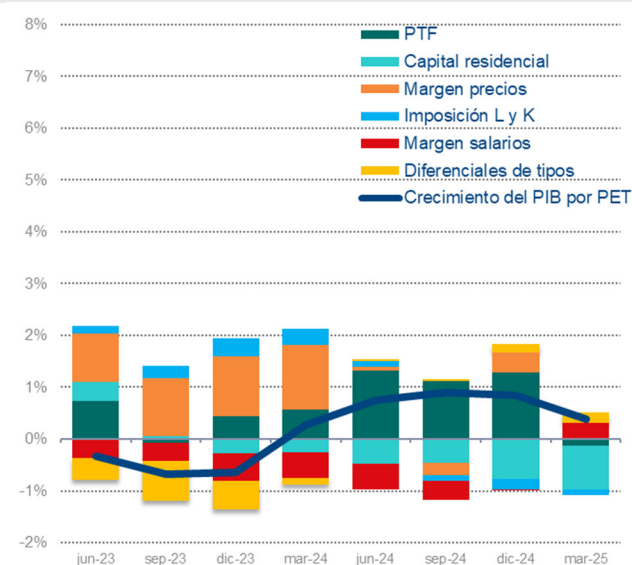
Como se aprecia en el **Gráfico 4**, de los 0,4 pp de crecimiento interanual por encima del promedio muestral del PIB por PET **en el primer trimestre de 2025**, por el lado de la oferta únicamente los márgenes salariales (0,3 pp) y los diferenciales de tipos (0,2 pp) han contribuido positivamente a ese crecimiento. Esa contribución se ha visto claramente compensada por **los shocks al capital residencial (-0,8 pp), cuya contribución negativa al crecimiento va ganando peso desde hace año y medio.** Esta perturbación refleja que el aumento de inversión residencial no está dando lugar, al menos por el momento, a un incremento del stock de viviendas en línea con la productividad histórica del sector. Finalmente, hay que destacar también el **impacto negativo** de una décima de crecimiento, tanto de la imposición al capital y al trabajo, como de **las perturbaciones a la productividad total de los factores** (PTF). Esta es sin duda una mala noticia, ya que en trimestres anteriores parecía que la PTF había empezado a aportar al crecimiento y esta tendencia se ha truncado.

Gráfico 3. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 2T2023-1T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

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, 2T2023-1T2025

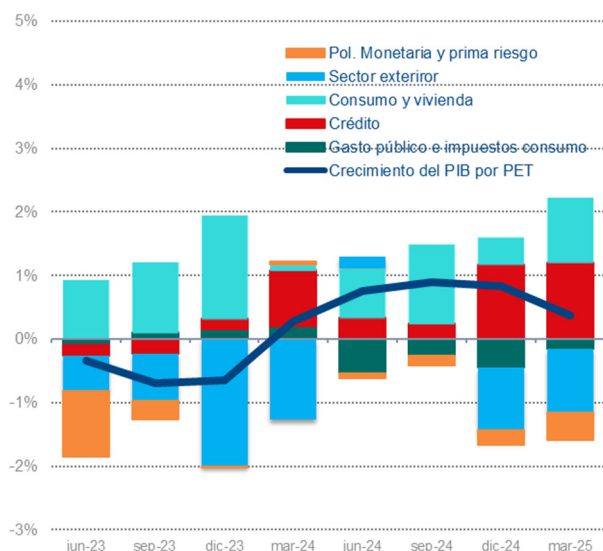


Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

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 1T2025. De acuerdo con la desagregación de las perturbaciones de demanda y crédito del **Gráfico 5**, **el shock al consumo y la demanda de vivienda contribuyó con 1,0 pp al crecimiento anual del PIB por PET, debido casi exclusivamente al tirón del shock sobre la vivienda.** También los *shocks* al crédito bancario, debido exclusivamente al **shock sobre el crédito a empresas, está impulsando 1,2 pp el crecimiento.** Por el lado negativo, **los shocks del sector exterior y los de política monetaria han detraído aproximadamente 1,0 y 0,4 pp, respectivamente, de crecimiento anual entre los primeros trimestres de 2025 y 2024.**

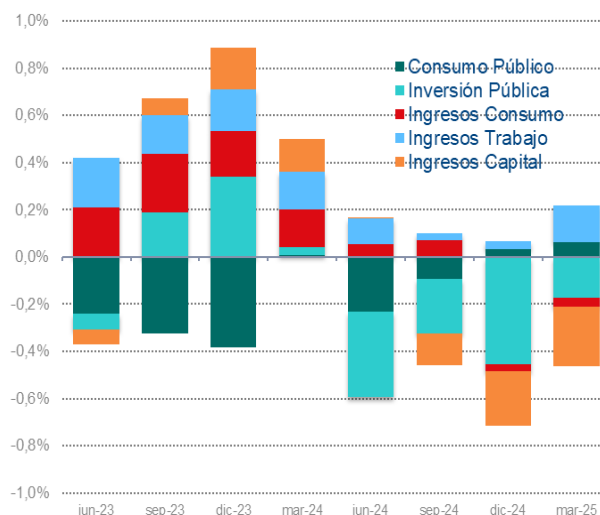
El **Gráfico 6** amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicas, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **En agregado, la contribución del sector público ha sido ligeramente negativa (-0,24 pp) en 1T2025.** En el lado positivo están los **impuestos al trabajo y el consumo público (contribución conjunta de 0,2 pp).** Por su parte, **las perturbaciones a la inversión pública (contribución de -0,2 pp) y a los impuestos sobre el capital (contribución de -0,25 pp) han sido negativas** en este periodo. No obstante, debemos destacar, como en Observatorios anteriores, 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.

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES DE POLÍTICA MONETARIA, GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, SECTOR EXTERIOR, CONSUMO PRIVADO Y VIVIENDA, 2T2023-1T2025**



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

Gráfico 6. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET DE LOS COMPONENTES DEL GASTO Y LOS INGRESOS PÚBLICOS, 2T2023-1T2025**

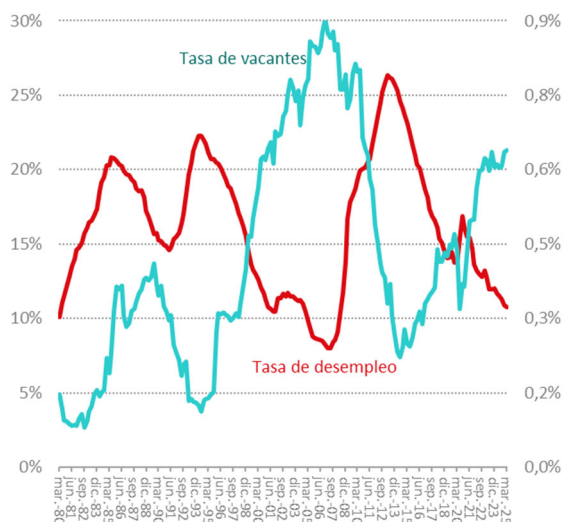


Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

### 3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

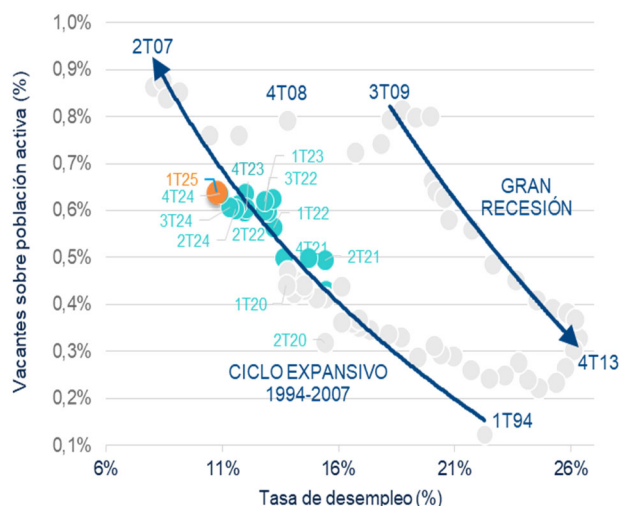
El **Gráfico 7 muestra el comportamiento de las tasas de desempleo y de vacantes** en la economía española desde el primer trimestre de 1980 hasta el primer trimestre de 2025. Corregida de factores estacionales, la tasa de desempleo se situó en 1T2025 en el 10,7%. Tendríamos que remontarnos hasta los primeros trimestres de la Gran Recesión, concretamente en 2T2008, 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 crece ininterrumpidamente hasta situarse en un 0,66%. **Desde finales de 2022 y hasta la actualidad, la tasa de vacantes ha oscilado entre 0,60 y 0,64. El indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España, definido como las vacantes entre el desempleo, parece haberse estabilizado en el entorno del 5,8% (era 3,4% en el cuarto trimestre de 2019)**, aunque con una tasa de desempleo significativamente inferior al trimestre anterior a la pandemia. De hecho, el primer trimestre de 2025, el tensionamiento en el mercado de trabajo, muestra un mejor comportamiento que durante el periodo expansivo anterior a la Gran Recesión. La variable de tensionamiento se relaciona con los márgenes salariales. En los dos últimos trimestres de nuestra muestra, la contribución de los shocks a los márgenes salariales parece volver a tener un impacto positivo, aunque muy modesto. Habrá que prestar atención en los próximos trimestres 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 de INE

Gráfico 8. **CURVA DE BEVERIDGE**



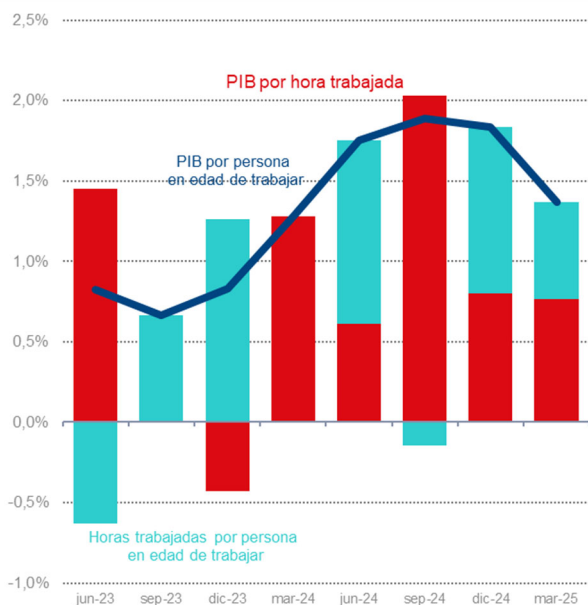
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

**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, 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, Hobijn 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.

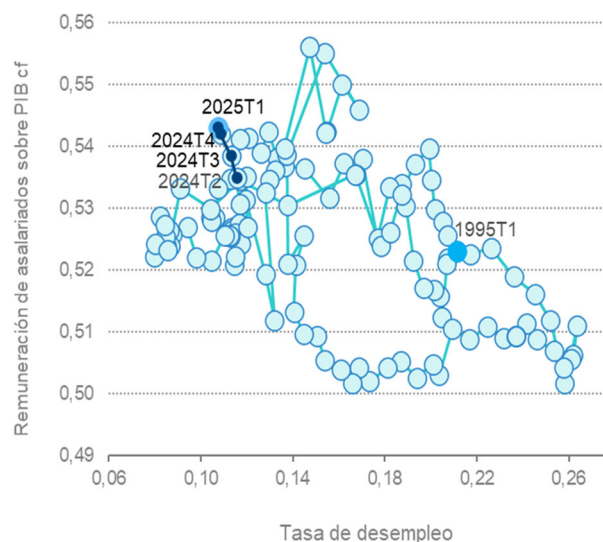
Durante la crisis de la Covid, la relación entre las tasas de vacantes y desempleo no se alejó de la curva de Beveridge inicial, a diferencia de lo observado en Estados Unidos, donde los procesos de recontractación, abandonos de puestos de trabajo, y reubicación de trabajadores supuso un fuerte desplazamiento hacia la derecha de la curva de Beveridge (Barlevy, Faberman, Hobijn y Sahin, 2023). **Durante 2024 y el primer trimestre de 2025 la relación entre vacantes y desempleo se sitúa ligeramente a la izquierda de la curva de Beveridge del ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.** Tal y como comentábamos anteriormente, **desde finales de 2022 y hasta la actualidad, la tasa de vacantes ha oscilado entre 0,60 y 0,64**, lo que podría indicar que las tensiones del mercado de trabajo se están reduciendo.

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 2T2023-1T2025**



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 10. **PARTICIPACIÓN DE LA REMUNERACIÓN DE LOS ASALARIADOS SOBRE PIB A COSTE DE LOS FACTORES Y TASA DE DESEMPLEO, 1T1995-1T2025**



Datos desestacionalizados.

Fuente: Elaboración propia a partir de 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. Desde el primer trimestre de 2024 hasta 1T2025 la productividad por hora trabajada ha explicado una parte importante de la tasa de crecimiento del PIB por PET, lo que, sin duda, es una buena noticia para la economía española. Así, si atendemos al **crecimiento interanual de 1T2025 comprobamos que de los 1,4 pp de crecimiento del PIB por PET, 0,8 pp se han debido a la productividad, mientras que 0,6 pp los han aportado las horas 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%. **Desde principios de 2024, la participación de los salarios ha ido creciendo, lenta pero sostenidamente, trimestre a trimestre desde el 53,0% hasta situarse en el 54,4% en 1T2025 (la quinta más elevada desde 1995), al mismo tiempo que la tasa de desempleo se ha ido reduciendo del 11,7% al 10,7%.**

## 4. El sector exterior y el impacto de la política arancelaria estadounidense

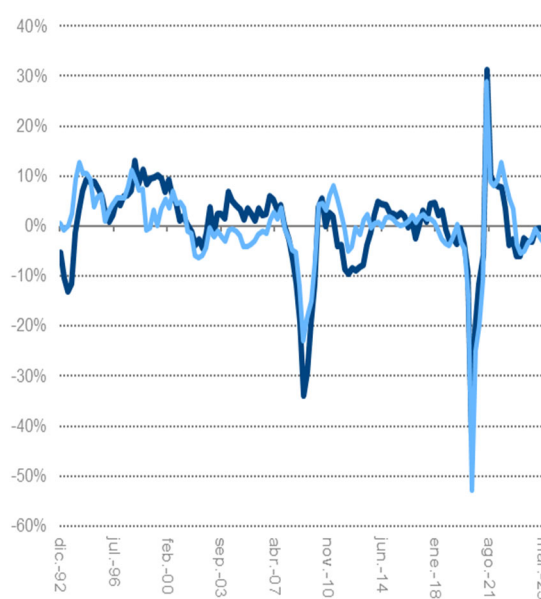
El periodo de recuperación económica en España tras la Gran Recesión de 2008 ha presentado dos importantes características relacionadas con el comportamiento del sector exterior, tal y como puede observarse en el **Gráfico 11**. Primero, el aumento del peso de las exportaciones sobre el PIB nominal, de forma que, entre 2007 y la crisis del Covid en 2019, la ratio exportaciones/PIB aumentó aproximadamente del 25% al 35%, situándose desde el año 2020 por encima de las importaciones. Tras la recuperación de la pandemia esta tendencia continuó, alcanzando un máximo del 41% en 2022, para haber retornado a niveles entre el 37% y el 38% los dos últimos años. Segundo, la economía española ha sido capaz de crear abundante empleo con un superávit de la balanza por cuenta corriente, una situación inédita durante los periodos de expansión previos a la crisis financiera de 2008, que ha contribuido decisivamente a reducir el secular endeudamiento externo de la economía española.

Gráfico 11. PESO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS SOBRE EL PIB NOMINAL, 4T1992-1T2025



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 12. TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES POR PET, 4T1992-1T2025



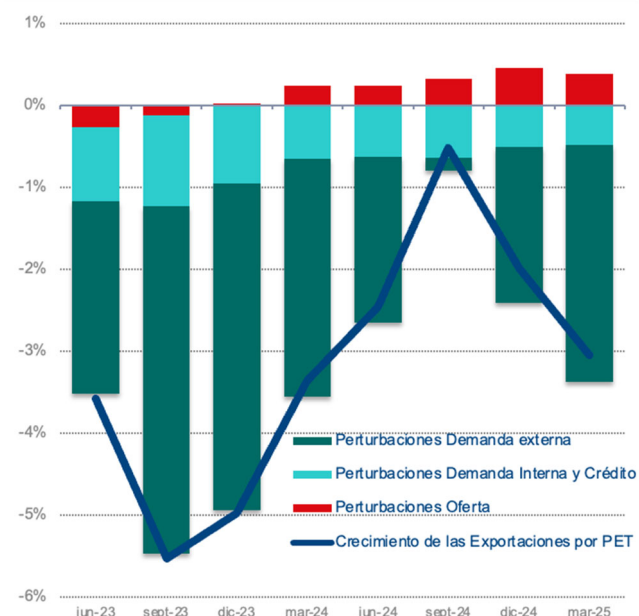
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Un primer análisis de la evolución diferencial de las exportaciones e importaciones permite explicar el buen comportamiento del sector exterior. En primer lugar, la crisis financiera internacional provocó una contracción mucho más intensa de las importaciones que de las exportaciones en términos reales, y una recuperación más rápida de las exportaciones a posteriori, como muestra el **Gráfico 12**. En el primer trimestre de 2009 las importaciones por persona en edad de trabajar se desplomaron un 34% en términos interanuales, mientras las exportaciones disminuyeron únicamente un 23%. A partir de mediados de 2011 las exportaciones reales per cápita empezaron a crecer de media muy por encima de las tasas de crecimiento observadas desde 2001 a 2007. Sin embargo, las importaciones volvieron a experimentar una contracción durante la segunda parte de la crisis de

deuda soberana. Como resultado, la balanza comercial pasó de estar en posición deficitaria a acumular superávits desde 2012. La recuperación de la crisis del Covid, muestra también que el sector exterior se constituyó en uno de los motores de la recuperación, profundizando en la acumulación de superávits de la balanza por cuenta corriente de la economía española. Está por ver cuál será el efecto de la política comercial y la incertidumbre que ha generado la nueva política comercial del presidente de los EE. UU.

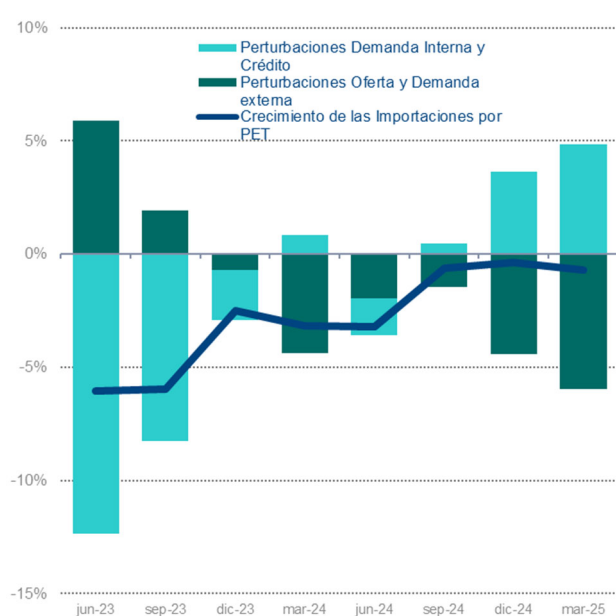
Al igual que en la descomposición del avance del PIB por persona en edad de trabajar realizada anteriormente, podemos utilizar el modelo EREMS2 para descomponer la evolución de las exportaciones e importaciones representadas en el Gráfico 12 en términos de la contribución de las perturbaciones estructurales estimadas.

**Gráfico 13. CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO AL CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES POR PET, 2T2023-1T2025**



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

**Gráfico 14. CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO AL CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES POR PET, 2T2023-1T2025**



Desviaciones respecto al promedio muestral.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

En el **Gráfico 13** se muestran los resultados de este ejercicio para el crecimiento de las exportaciones en términos reales por PET para los dos últimos años. En este caso, los factores que subyacen a esta representación de los ciclos de las exportaciones se han agrupado en tres grandes bloques. El primer grupo engloba las perturbaciones de oferta, relacionadas con la ganancia o pérdida de cuota de las exportaciones españolas en las exportaciones mundiales, debidas a la competitividad de la economía española. El segundo, las de demanda externa, que incluye los shocks al comercio mundial (crecimiento, globalización, proteccionismo o tensiones geopolíticas). En un tercer grupo se incluyen, conjuntamente, perturbaciones estructurales ligadas a la demanda doméstica y al crédito. Como puede observarse en el gráfico, las exportaciones por PET presentan tasas de crecimiento negativas (es decir por debajo de su crecimiento histórico tendencial) desde 2T2023. Este comportamiento se debe a shocks negativos de demanda, pese a la mejora de la competitividad.

El resultado es diferente en el caso de las importaciones, tal y como muestra el **Gráfico 14**. En este caso, para simplificar utilizamos sólo dos grupos de perturbaciones. Las importaciones también están creciendo por debajo de su media de crecimiento tendencial. Si atendemos al último trimestre vemos que la tasa negativa de crecimiento interanual de las importaciones se explica por la mejora de la competitividad (shocks de oferta positivos) y de la caída de las exportaciones, concretamente aportan -5,9 pp. Por el contrario, las perturbaciones de demanda interna y crédito tiran en sentido contrario, 4,9 pp, contribuyendo positivamente al crecimiento de nuestras importaciones. Cabe destacar que, desde el inicio de la recuperación de la crisis de la pandemia 4T2021 y hasta 3T2023, el patrón fue justamente el contrario, siendo los shocks de oferta y demanda externa los que contribuían positivamente al crecimiento de las importaciones, y los de demanda interna y crédito los que lo hacían negativamente.

En el **Cuadro 1** hemos llevado a cabo una simulación con EREMS para cuantificar el posible efecto sobre los componentes de la balanza comercial y sobre el PIB de las subidas de aranceles iniciadas por la Administración Trump. El primer paso en la simulación ha consistido en promediar los resultados sobre las exportaciones, de cinco escenarios sobre el comportamiento de los aranceles, obtenidos a partir del *Global Economic Model* (GEM) de Oxford Economics. Este modelo incluye una matriz de comercio internacional entre países, permitiendo obtener un punto de partida para cuantificar los shocks que se incluyen en el modelo EREMS que, a diferencia del Global Economic Model, presenta una estructura de equilibrio general para la economía española, en la que los agentes optimizan su comportamiento.

Los cinco escenarios considerados en el GEM han sido: (1) aumento del 10% de los aranceles que Estados Unidos aplica a todos los países y del 60% a China, sin que existan represalias de los países; (2) aumento de las tarifas hasta los niveles anunciados el 2 de abril, y sin represalias; (3) Igual que el 2) pero añadiendo represalias de China en el mismo nivel de las tarifas impuestas por EEUU (54%); (4) Igual que el 3) pero condicionando a una senda de menor PIB, (5) Igual que el 4) pero con tarifas de EEUU a China del 104%.

Para cada uno de los escenarios anteriores se obtiene con el GEM el efecto sobre las exportaciones españolas para los años 2025, 2026 y 2027. El promedio sobre los cinco escenarios a lo largo de estos tres años resulta en una reducción de las exportaciones del 1,6% sobre el escenario base de ausencia de subida de los aranceles. A partir de este resultado, se incluye en el modelo EREMS un shock en las exportaciones de carácter permanente que resulte en un efecto promedio durante los próximos tres años de un 1,6% de caída de las exportaciones. La dinámica reflejada en el **Cuadro 1** muestra una caída en las exportaciones que se acentúa ligeramente hasta el 1.8% en el año 2027. Sin embargo, las importaciones, en promedio, se reducen en la misma proporción, dejando un efecto casi nulo en la balanza comercial. A diferencia de las importaciones y las exportaciones, la mayor parte del impacto negativo sobre el PIB se observa en el año 2025, cuando el PIB caería 0,6 puntos porcentuales como consecuencia de la subida de los aranceles, con un efecto promedio durante los tres años de 3 décimas de desviación del nivel PIB respecto al escenario base sin aumento de aranceles.

**Cuadro 1. EFECTOS SIMULADOS DE LOS CAMBIOS EN LAS TARIFAS ARANCELARIAS SOBRE EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y EL PIB DE ESPAÑA (PP DE DESVIACIÓN RESPECTO AL ESCENARIO EN AUSENCIA DEL SHOCK)**

<b>Año</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>	<b>PIB</b>
2025	-1,4	-1	-0,6
2026	-1,8	-1,8	-0,2
2027	-1,8	-1,9	-0,2
<b>Promedio</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,3</b>

Desviaciones porcentuales respecto al escenario base en ausencia del shock.  
Fuente: Elaboración propia a partir de EREMS

## 5. Determinantes de la potencial posición negociadora frente a Estados Unidos: España y la UE

La sección de comparación internacional en el Observatorio sobre el Ciclo Económico en España, sigue su tradición de concentrar su atención en el tema específico que se aborda con detalle en el cuerpo central del Observatorio, en esta ocasión la repercusión de la protección arancelaria. Dado que el origen de la reciente escalada proteccionista se sitúa en Estados Unidos, se han seleccionado cinco variables que, aunque en algunos casos no están vinculadas al comercio de bienes, sobre el que se ha concentrado la escalada arancelaria, sí parecen resultar relevantes en la perspectiva de la Administración Trump sobre un país (España) o un grupo de ellos (UE8).

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 dos años posteriores, 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).

En la selección de factores que pueden condicionar (o, en un caso, ya lo ha hecho) el grado de proteccionismo arancelario de la Administración Trump, se han elegido cinco variables entre las proporcionadas por instituciones públicas y privadas de reconocida solvencia. Adicionalmente, la selección viene también condicionada por la necesidad de disponer de series que se extiendan, al menos, durante el período antes referido.

Deseamos subrayar que la elección de estas variables no implica que consideremos razonable y/o técnicamente coherente vincular las mismas a la toma de decisiones de política comercial de un país. De hecho, entendemos la escalada arancelaria de la Administración Trump como errónea y contraproducente, tanto por los objetivos (difícilmente alcanzables) perseguidos con la misma, como por las repercusiones negativas (sobre todo para Estados Unidos) que de ella se derivan, así como por el mecanismo empleado para definir el “arancel recíproco”

establecido sobre cada socio comercial. No obstante, consistente con la retórica del propio Gobierno Trump, hemos seleccionado cinco variables<sup>2</sup> que han surgido reiteradamente en el debate abierto en estos últimos meses.

1. **Proteccionismo no arancelario sobre Estados Unidos** reflejando el volumen de medidas restrictivas (neto de medidas liberalizadoras) de tipo no arancelario sobre el comercio y las inversiones estadounidenses, implementadas en cada período considerado por España y por la UE8.
2. **Base para el “arancel recíproco” en bienes**, indicando el resultado de la fórmula empleada por Estados Unidos para generar el arancel específico fijado sobre cada economía (para sus exportaciones de bienes a Estados Unidos), adicional al 10% básico y común a todos los países.
3. **Base para un “arancel recíproco” en servicios**: revelando cuál sería el resultado de aplicar la referida fórmula al comercio bilateral de servicios.
4. **Gasto militar**: mostrando el esfuerzo, en relación al PIB, de España y la UE8, partida subrayada como esencial por la administración estadounidense en su consideración, más o menos favorable, de cada uno de sus socios.
5. **Inversión directa en Estados Unidos**: recogiendo el grado de compromiso inversor en la economía estadounidense, aspecto también reiteradamente reclamado por el Gobierno Trump.

Como realizamos en la sección de comparación internacional de los pasados Observatorios del Ciclo, acompañamos las reflexiones sobre los resultados más significativos 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 análisis, 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 de posición negociadora más favorable para la economía 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. A continuación, se presenta un análisis sobre la evolución en la pasada década y media de las variables seleccionadas tanto para la economía española como para el conjunto de la UE8.

Una de las quejas más repetidas por la Administración Trump es que sus socios comerciales, aunque un buen número de ellos mantienen aranceles medios inferiores a los de Estados Unidos, recurren con gran frecuencia a mecanismos de protección no arancelaria. Nuestro análisis revela que, en efecto, desde el primer subperíodo considerado (2008-2013) hasta el bienio 2020-2021, el número de nuevas medidas restrictivas al comercio y la inversión (netas de las favorecedoras) por parte de la UE8 sobre Estados Unidos más que se duplica, mientras que el establecido por España se triplica<sup>3</sup>. En el período final (2022-2023) se observa una flexión a la baja en esa intensificación del proteccionismo no arancelario. En todo caso, España exhibe una posición sistemáticamente menos restrictiva que la UE8 (mayor área en el gráfico para esta dimensión, entendiéndose con ello un comportamiento más favorable a Estados Unidos), aunque la brecha se ha ido reduciendo.

Conviene reseñar que, aunque Estados Unidos pudiera estar molesto con este grado de proteccionismo no arancelario, la intensidad de la escalada en las medidas proteccionistas (sobre comercio e inversión) es sensiblemente mayor en sentido opuesto. En concreto, para el conjunto del período 2008-2023, el número de

<sup>2</sup>: El detalle de la descripción de las mismas y las fuentes originales de los datos se presenta en el Anexo al final del presente documento.

<sup>3</sup>: Debe tomarse en consideración que, como reconoce la fuente de estos datos (Global Trade Alert) la precisión en el seguimiento de las actuaciones sobre comercio e inversión era menor en los primeros años (la base de datos comienza precisamente en 2008) de nuestro análisis, por lo que resulta probable que el incremento sea menor en todos los casos.

nuevas medidas implementadas por Estados Unidos sobre la UE supera en un 40% las establecidas en sentido contrario.

El cálculo del “**arancel recíproco**” en bienes, siguiendo el procedimiento (sin mucho fundamento económico) elegido por el Gobierno estadounidense, ofrece resultados muy dispares, y de nuevo más “favorables” para España respecto al conjunto de la UE8. Así, ésta ha mantenido durante todo el período un superávit en el comercio de bienes con Estados Unidos, creciente entre la Gran Recesión y la pandemia y el rebote posterior a la misma, aunque algo menor en el bienio 2022-2023. Por el contrario, la economía española parte de una posición comercial (en bienes) equilibrada en los años de crisis posteriores a 2008, que se convierte en un superávit entre 2014 y 2021 (siempre menor al de la UE8), pero que evoluciona a un déficit para España desde 2022<sup>4</sup>. Aunque respetando estrictamente la fórmula ello debería traducirse en una reducción de los aranceles estadounidenses sobre las exportaciones españolas, no ha habido diferenciación en la práctica entre países de la Unión Europea.

Cuando establecemos el que sería un “**arancel recíproco**” para el comercio de servicios equivalente al calculado por la Administración Trump para los bienes<sup>5</sup>, apreciamos un cambio sustancial para España en el último subperíodo. Con anterioridad (áreas mayores en esta dimensión), España presentaba un déficit en el comercio de servicios claramente superior al experimentado por la UE8 (que se mantiene muy estable en las cuatro etapas definidas). No obstante, en el último bienio considerado (en realidad, en 2023, porque el saldo en 2022 es básicamente neutro), la posición española se transforma en superavitaria, generando una posición negociadora menos favorable (desde la perspectiva de la actual administración de Estados Unidos) que la del conjunto de la UE8.

El incremento del **gasto militar** y la asunción de mayores responsabilidades en materia de defensa y seguridad ha sido una de las exigencias más repetidas (ya desde el primer mandato de Donald Trump) por parte de Estados Unidos hacia Europa. Las amenazas en caso de no producirse un drástico incremento han incluido, entre otras, mayores sanciones comerciales para los incumplidores. Por ello, incorporamos el esfuerzo militar sobre el PIB como una de las variables que definirían esa potencial “posición negociadora” de España y la UE8 ante la Administración Trump. Los resultados muestran bastante continuidad en varios aspectos. Primero, tanto la UE8 como España han mantenido un gasto militar sobre su producto muy inferior al reclamado por Estados Unidos, aunque la tendencia al descenso sobre esas reducidas cifras en la pasada década ha mutado en un progresivo ascenso (que, sin duda, se está acelerando) en los últimos años. Segundo, el gasto militar español ha sido inferior al de la UE8, pero por un margen reducido, representando siempre más del 90% del esfuerzo de aquélla<sup>6</sup>.

Finalmente, otra de las exigencias de Estados Unidos a países y empresas foráneas reside en que deben incrementar la **Inversión Directa Extranjera en territorio estadounidense**. En este caso, y corrigiendo ese esfuerzo inversor en Estados Unidos por la dimensión de las economías emisoras del mismo, la posición española es ostensiblemente menos favorable (menor IDE en Estados Unidos) que la de la UE8, y ese diferencial (reflejado en los gráficos en un área mucho menor para España) es muy superior en los últimos años (incluyendo una desinversión española en el bienio 2020-2021) respecto a los del primer subperíodo (2008-2013). De hecho, la presencia de la inversión directa de la UE8 en territorio estadounidense se incrementa de forma continua en la pasada década y media, mientras la española, además de muy inferior, presenta un comportamiento fluctuante.

En síntesis, si deseamos establecer cuál sería el posicionamiento de España y de la UE8, a partir de variables que la Administración Trump ha ido definiendo como críticas para la consideración de sus socios (o, en su visión de

<sup>4</sup>: Dentro de la UE8, tanto Bélgica como Países Bajos experimentan un déficit casi ininterrumpido con Estados Unidos en su comercio de bienes.

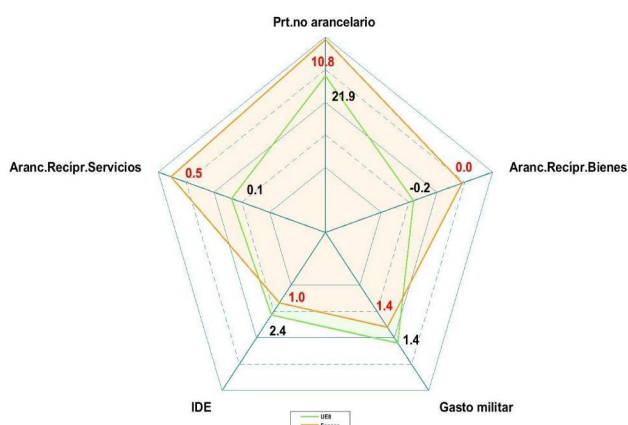
<sup>5</sup>: Previsiblemente, con resultados que son favorables a Estados Unidos (si consideramos necesariamente como positivo un superávit) en el comercio de servicios con la mayor parte del mundo, el Gobierno Trump ha omitido cualquier referencia a este comercio – creciente a nivel global – en su peculiar análisis de las relaciones económicas internacionales.

<sup>6</sup>: Dentro de la UE8, países como Suecia, Bélgica o Austria – este último, ni siquiera integrado en la OTAN – han mostrado un gasto sistemáticamente inferior, como porcentaje del PIB respectivo, al español.

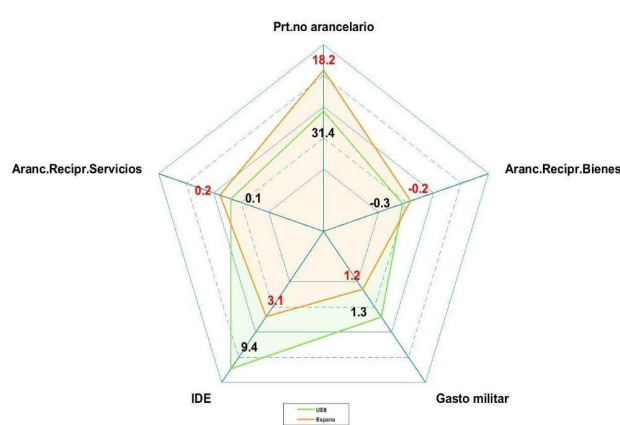
“suma cero”, competidores), encontramos un perfil bastante dispar. Así, España presenta valores más favorables (siempre desde la perspectiva de lo que desea el Gobierno estadounidense) de manera continuada en términos de saldo comercial (bienes) y de proteccionismo no arancelario. Aunque en la mayor parte del período también ha sido ese el caso en el saldo de servicios, en los últimos años éste se ha convertido en superavitario para España, mientras se mantiene deficitario para la UE8. Por el contrario, España ha presentado sistemáticamente un menor esfuerzo en el gasto de defensa (aunque con una diferencia reducida respecto a la UE8 en su conjunto) y una ostensiblemente inferior presencia en términos de Inversión Directa en Estados Unidos. En todo caso, ni la Administración Trump parece interesada en diferenciar su trato a las economías individuales de la Unión Europea respecto al conjunto de la misma, ni es probable que sus procesos de negociación se apoyen en ideas estables, datos objetivos y la lógica económica.

Gráfico 18. **PROTECCIONISMO NO ARANCELARIO, “ARANCELES RECÍPROCOS” (BIENES Y SERVICIOS), GASTO MILITAR E INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA EN ESTADOS UNIDOS: ESPAÑA Y UE8**

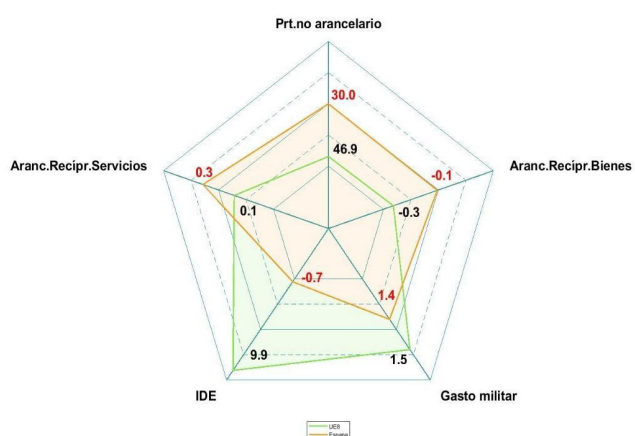
**Periodo 2008-2013**



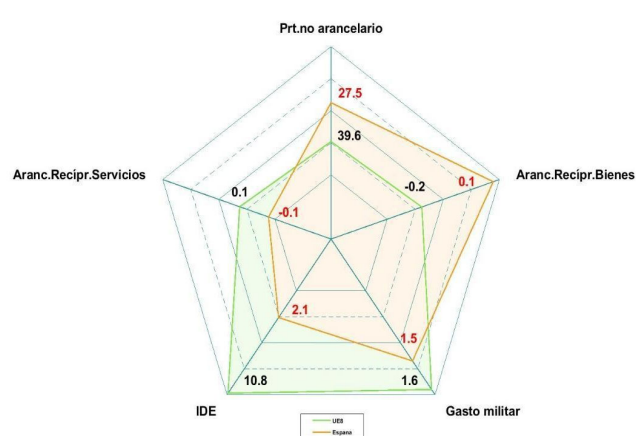
**Periodo 2014-2019**



**Periodo 2020-2021**



**Periodo 2022-2023**



Fuente: Elaboración propia a partir de fuentes en el Anexo 2.2

## 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)

Economía	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Austria</b>	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
<b>Bélgica</b>	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
<b>Dinamarca</b>	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2
<b>Finlandia</b>	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
<b>Francia</b>	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
<b>Alemania</b>	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
<b>Países Bajos</b>	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
<b>Suecia</b>	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
<b>Proteccionismo no arancelario sobre Estados Unidos</b>	Número de medidas restrictivas al comercio y la inversión de Estados Unidos, implementadas en cada período y netas de las medidas liberalizadoras en esa misma etapa.	Global Trade Alert
<b>Base para el “arancel recíproco” en bienes</b>	Resultado de la división del saldo comercial en bienes de Estados Unidos respecto al socio comercial por el volumen de importaciones realizadas desde ese socio	Bureau of Economic Analysis
<b>Base para un “arancel recíproco” en servicios</b>	Resultado de la división del saldo comercial en servicios de Estados Unidos respecto al socio comercial por el volumen de importaciones realizadas desde ese socio	Bureau of Economic Analysis
<b>Gasto militar</b>	Porcentaje del PIB destinado al gasto militar	Stockholm Internacional Peace Research Institute
<b>Renta disponible</b>	Volumen de Inversión Directa Extranjera en Estados Unidos, relativo al PIB de la economía emisora (escalado multiplicando por 1000)	Bureau of Economic Analysis

Nota 1.- Los datos de Inversión Directa Extranjera para los países de la UE8 y España se encuentran disponibles desde 2011, por lo que el promedio del primero de los períodos considerados (2008-2013) se obtiene de los tres últimos años de ese sexenio.

---

## 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.; Hobbijn, 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.