

Este recuadro presenta la actualización de las proyecciones para la economía española del Servicio de Estudios, para cuya elaboración se ha empleado la información disponible a fecha 21 de septiembre. Frente a las proyecciones precedentes, realizadas en el pasado mes de junio, la presente actualización recoge, como es habitual, los cambios producidos desde entonces en las principales variables (véase cuadro 1)¹. También incorpora algunas piezas de información no disponibles en junio, tales como los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del segundo trimestre y los de las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del primero. Sin embargo, no se han integrado las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN), dadas a conocer el pasado 15 de septiembre, a pesar de que recogen revisiones significativas de los datos anuales del período 2011-2014 (véase recuadro 5). La no inclusión de esta información se debe a que las series de frecuencia trimestral coherentes con los datos anuales publicados no estarán disponibles hasta el 26 de noviembre.

De acuerdo con la actualización realizada, se espera que la fase de expansión de la actividad de la economía española se prolongue en el tramo final de 2015 y a lo largo de 2016. En concreto, se proyecta que el crecimiento medio del PIB alcance el 3,1 % en el presente año y el 2,7 % en el próximo (véase cuadro 2), incrementos coincidentes con los estimados en junio, aunque conllevan

algún cambio en la composición del producto, como se detalla a continuación.

Los supuestos externos comportan algunas novedades relevantes con respecto al ejercicio de proyecciones del anterior «Informe trimestral». En particular, como se detalla en la sección 2 de este Informe, los meses de verano se caracterizaron por un empeoramiento significativo de las perspectivas acerca de la evolución de algunas economías emergentes (lo que se ha traducido en una sustancial revisión a la baja de los ritmos de crecimiento esperados de la demanda de exportaciones españolas con origen en estos mercados). Esta evolución ayuda a explicar, además, algunos desarrollos observados en los mercados internacionales de materias primas y de activos financieros. En concreto, el precio del petróleo ha experimentado una disminución muy pronunciada, tanto en los mercados *spot* como a futuro, y la reducción de los precios de los metales, aunque de inferior magnitud, ha sido también notable. Además, el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y el efecto desinflacionista del abaratamiento del conjunto de materias primas han provocado una disminución generalizada de los tipos de interés a los distintos plazos, más pronunciada en los vencimientos más largos. Finalmente, el tipo de cambio del euro ha registrado una leve apreciación frente al dólar y ha permanecido aproximadamente estable cuando se mide frente a una cesta amplia de monedas. Una novedad adicional entre los supuestos del ejercicio de proyecciones es la incorporación de los efectos de las medidas recogidas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE), cuyo detalle se desarrolla en el recuadro 2.

En términos globales, la repercusión sobre el avance del PIB de las modificaciones en los supuestos de la proyección es

1 La fecha de cierre de la recogida de información para la elaboración de los supuestos externos es el 21 de septiembre, salvo en el caso de la evolución de los mercados de exportación de España, para la cual se ha empleado la información incluida en las Proyecciones Macroeconómicas de septiembre de 2015, elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro con la información disponible hasta el 12 de agosto.

1 ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2014	Proyección actual		Diferencias con la proyección de junio de 2015	
		2015	2016	2015	2016
Entorno internacional					
Producto mundial	3,4	3,0	3,5	-0,2	-0,3
Mercados mundiales	3,4	2,2	3,9	-0,3	-1,1
Mercados de exportación de España	3,1	3,1	4,1	-0,3	-0,9
Precio del petróleo en dólares (nivel)	98,9	53,6	53,4	-8,2	-14,7
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,3	1,1	1,1	0,0	0,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	1,8	2,3	-0,2	-0,4

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de los supuestos: 21 de septiembre de 2015.

aproximadamente neutral, al verse compensados, a grandes rasgos, el impacto negativo del empeoramiento de los mercados de exportación por los efectos expansivos de los menores precios del petróleo y otras materias primas y del descenso de los costes de financiación y por las nuevas medidas de política fiscal. El conjunto de estos efectos sitúa el crecimiento del PIB, como ya se ha dicho, en tasas medias del 3,1 % y del 2,7 % para 2015 y 2016, respectivamente, cifras iguales a las de la actualización de junio. No obstante, estas proyecciones comportan una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales (pp) en la aportación prevista del saldo neto exterior en cada uno de los dos años, compensada por otra de la misma magnitud y signo opuesto en la contribución de la demanda nacional, en un entorno de desaceleración de los mercados exteriores a lo largo del horizonte de proyección y de pujanza de las importaciones. De este modo, el avance del producto a lo largo del período de proyección seguirá sustentándose sobre la fortaleza de la demanda nacional, en tanto que la demanda exterior neta ejercerá una moderada contribución negativa en cada uno de los dos años del período de proyección.

Entre los componentes de la demanda nacional, se espera que el consumo de las familias mantenga un elevado dinamismo en el período considerado, sustentado por la favorable evolución del mercado de trabajo y por el avance de la riqueza neta, en un

contexto de modesto aumento de los precios de la vivienda y de prolongación del proceso de desapalancamiento. Además, el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo seguirá viéndose impulsado por el impacto expansivo sobre la renta disponible de la caída del precio del petróleo, la reducción de la imposición directa y la devolución de la paga extra a los empleados públicos, así como por la materialización de algunas decisiones de gasto que los agentes habían pospuesto durante la crisis². Con todo ello, se espera que el consumo privado crezca un 3,5 % este año, desacelerándose hasta el 2,9 % en 2016, a medida que algunos de los factores previos, de carácter transitorio, comiencen a perder intensidad.

En un contexto de mejora de las condiciones de financiación, se espera una prolongación de la actual recuperación gradual de la inversión residencial, como reflejan el modesto repunte de las iniciaciones de vivienda y el incremento en las cifras de transacciones. La inversión empresarial seguirá registrando ritmos de avance elevados, como consecuencia del mantenimiento de la fortaleza de la demanda final bajo el trasfondo de las mejores condiciones financieras.

2 Véase, a este respecto, el artículo «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», en este mismo *Boletín Económico*.

2 PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a) (b)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	Proyección actual		Proyección de junio de 2015	
		2015	2016	2015	2016
PIB	1,4	3,1	2,7	3,1	2,7
Consumo privado	2,4	3,5	2,9	3,4	2,3
Consumo público	0,1	1,1	0,3	0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	3,4	6,5	6,6	5,9	6,1
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	12,2	9,8	9,5	8,8	8,9
Inversión en construcción	-1,5	5,3	4,9	4,8	4,5
Exportación de bienes y servicios	4,2	4,9	5,0	5,1	5,7
Importación de bienes y servicios	7,6	6,3	6,4	5,3	5,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,2	3,4	3,0	3,1	2,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	-0,3	-0,3	0,0	0,1
PIB nominal	0,9	4,1	3,7	3,3	3,3
Defactor del PIB	-0,5	0,9	1,0	0,2	0,6
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	0,8	-0,2	1,3
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,2	2,8	2,5	2,9	2,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,0	1,4	1,2	1,2	1,1

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2015.

a Fecha de cierre de las predicciones: 25 de septiembre de 2015.

b Estas proyecciones se han elaborado con las cifras publicadas por el INE con la Contabilidad Nacional Trimestral del segundo trimestre de 2015. No incorporan, por tanto, la última actualización de la serie contable anual 2011-2014, que se hizo pública el pasado 15 de septiembre.

Por lo que respecta al comercio exterior, se espera que las exportaciones registren ritmos de avance moderados a lo largo del horizonte de proyección, en un contexto en el que la evolución favorable de las ventas al resto del área del euro, como consecuencia de la mejora de estos mercados y de la consecución de ganancias de competitividad adicionales, se verá contrarrestada por la relativa debilidad de las exportaciones destinadas al resto del mundo, aquejadas por la ralentización de estos mercados. En comparación con las proyecciones precedentes, se registra una revisión a la baja de la senda de este componente de la demanda. Las importaciones, por su parte, seguirán mostrando un notable dinamismo, con ritmos de avance ligeramente superiores a los que se preveían en junio, en línea con la fortaleza de la demanda final.

Se espera una capacidad de financiación de la nación algo mayor que la proyectada en junio (del 1,4 % del PIB y del 1,2 % del PIB este año y el próximo, respectivamente), lo que es debido principalmente a la revisión a la baja del déficit de rentas.

El dinamismo de la actividad dará continuidad a la creación de puestos de trabajo, favorecida por la proyectada moderación de los costes laborales. El crecimiento del empleo, ligeramente más atenuado que en las proyecciones anteriores, permitirá que la tasa de paro continúe descendiendo, hasta situarse al final del horizonte de proyección en el entorno del 20 % de la población activa.

Bajo los supuestos del ejercicio, los precios de consumo registrarían tasas de variación negativas casi hasta el final de este año, lo que conduciría a un retroceso del 0,5 % en el promedio anual. El gradual repunte posterior llevaría a una tasa media del 0,8 % en 2016, sin que al final del período de proyección se alcanzaran aún niveles próximos al 2 %. La reducción que los precios del

petróleo registraron en los meses de verano ha comportado una revisión a la baja cercana a 0,5 pp en las proyecciones de precios de consumo para 2016 con respecto a las formuladas en junio. En términos del IPSEBENE, sin embargo, las perspectivas apenas se han visto modificadas, con una aceleración paulatina, aunque moderada, de este indicador, en un contexto de disminución del grado de holgura cíclica en la economía y de continuación de un crecimiento moderado de los costes laborales. Se estima que el deflactor del PIB podría crecer, en promedio, un 0,9 % este año y un 1 % el próximo.

Los riesgos de que la senda del PIB se desvíe de la considerada en el escenario central presentan un balance algo más negativo que hace tres meses, debido fundamentalmente a factores de naturaleza externa. En particular, ha aumentado la probabilidad de que algunas de las principales economías emergentes —entre las que destaca singularmente China— experimenten una desaceleración más acusada. En el ámbito interno, el principal riesgo es la posible incidencia de la incertidumbre acerca del curso de las políticas económicas a medio plazo sobre las decisiones de gasto de los agentes.

En cuanto a las perspectivas inflacionistas, los riesgos de desviación con respecto al escenario central se encuentran moderadamente inclinados a la baja, fundamentalmente como consecuencia de una eventual materialización de escenarios más desfavorables a escala internacional. En sentido contrario, las últimas actuaciones del BCE limitan notablemente cualquier posible riesgo de desanclaje de las expectativas inflacionistas. En cualquier caso, la incertidumbre acerca del comportamiento del componente energético de los precios de consumo continúa siendo muy alta, como consecuencia del elevado grado de volatilidad de los precios del petróleo.