

La presente actualización de las proyecciones macroeconómicas para el período 2015-2016 toma como punto de partida las proyecciones publicadas por el Banco de España el pasado mes de septiembre y recoge, como es habitual, los cambios producidos desde entonces en los supuestos externos con la información disponible hasta el 11 de diciembre (véase cuadro 1)¹. También incorpora las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN) y Trimestral (CNTR) realizadas por el INE, que recogen revisiones significativas de los datos del período 2011-2014².

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 3,2 % en el presente año y el 2,8 % en el próximo (véase cuadro 2). Esta desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB el próximo año vendría asociada a una moderación del avance de la demanda nacional. El empleo conservaría un elevado dinamismo, si bien atenuaría su ritmo de avance en línea con la evolución del producto. Por lo que respecta a los precios, se prevé que la inflación, medida a partir del IPC, empiece a registrar tasas ligeramente positivas desde el final de este año.

En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las previsiones de crecimiento del producto apenas se han modi-

ficado, ya que la incorporación de las nuevas series de CNTR hasta el tercer trimestre de 2015 ha tenido un impacto prácticamente nulo sobre las tasas de variación del PIB, al tiempo que los efectos de los cambios en los supuestos externos se han visto prácticamente compensados entre sí. No obstante, la información de corto plazo sugiere que la evolución de la actividad en el cuarto trimestre de 2015 podría haber sido algo más favorable de lo proyectado en septiembre, lo que conduce a un aumento de una décima en la tasa media anual frente a lo previsto entonces.

Respecto a los supuestos externos que subyacen a las proyecciones, cabe destacar la mayor debilidad de la evolución prevista de los mercados de exportación españoles en comparación con el ejercicio de septiembre, debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento de algunas áreas emergentes, que es contrarrestado solo parcialmente por el impulso positivo proveniente del mayor crecimiento de las importaciones del área del euro. Por su parte, el precio del petróleo se ha revisado de nuevo a la baja de acuerdo con la evolución de su cotización en los mercados de contado y de futuros. La senda de los tipos de interés del euríbor a tres meses se mantiene en niveles mínimos, alcanzándose registros negativos en 2016, y las rentabilidades de la deuda pública a diez años, según las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, se han revisado a la baja respecto a los supuestos de septiembre, hasta el 1,7 % y el 1,8 % en 2015 y 2016, respectivamente. Esta evolución de los tipos de interés ha conducido a una revisión a la baja, de menor magnitud, del coste de la financiación obtenida por familias y empresas. Finalmente, el tipo de cambio del euro es muy similar al utilizado en el ejercicio de septiembre. En cuanto a los supuestos fiscales, no hay novedades relevantes respecto al ejercicio de previsión de septiembre, que

1 Para la evolución de los mercados de exportación de España se ha empleado la información incluida en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por el Eurosistema, con datos disponibles hasta el 19 de noviembre.
2 Véase el recuadro 5 del informe trimestral de septiembre de 2015.

Cuadro 1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

| | 2014 | Proyección actual | | Diferencias con proyección de septiembre de 2015 | |
|--|------|-------------------|------|--|------|
| | | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| Entorno internacional | | | | | |
| Producto mundial | 3,4 | 2,9 | 3,4 | -0,1 | -0,2 |
| Mercados mundiales | 3,5 | 1,5 | 3,5 | -0,7 | -0,4 |
| Mercados de exportación de España | 3,4 | 2,5 | 3,3 | -0,7 | -0,8 |
| Precio del petróleo en dólares (nivel) | 98,9 | 52,7 | 45,4 | -0,9 | -8,0 |
| Precios de exportación de los competidores, en euros | -1,0 | 2,6 | 1,2 | 0,1 | 0,7 |
| 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 | -0,2 | 0,0 | -0,1 |
| Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) | 2,7 | 1,7 | 1,8 | -0,1 | -0,5 |

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de los supuestos: 11 de diciembre de 2015.

ya incorporaba los efectos de las medidas recogidas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE)³.

En términos globales, la repercusión sobre el avance del PIB de las modificaciones en los supuestos sobre los que se condiciona la proyección es aproximadamente neutral, al verse compensado el impacto negativo del empeoramiento de los mercados de exportación por los efectos expansivos de los menores precios del petróleo y unas condiciones de financiación algo más favorables.

El crecimiento que se proyecta para el PIB se sigue sustentando en el empuje de la demanda interna, para la que se estima una contribución al avance del producto de 3,6 pp en 2015 y de 3,1 pp en 2016, en tanto que la demanda exterior neta tendría una aportación negativa en los dos años, como resultado de la fortaleza de las importaciones. Entre los componentes de la demanda interna, se espera que el consumo de los hogares mantenga un elevado dinamismo, impulsado principalmente por la evolución favorable del empleo, al tiempo que se mantiene 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 de los empleados públicos (que, en parte, tiene lugar al final de 2015 y, en parte, se espera que ocurra al inicio de 2016). Estos efectos perderían fuerza a lo largo del próximo ejercicio, por lo que se espera una cierta moderación del consumo privado conforme avance el año. Con todo, este componente crecería ligeramente por encima del 3% en los dos años del período de previsión, con una moderada revisión al alza en 2016 con respecto a septiembre.

En el contexto ya descrito de mejora de las condiciones de financiación, se espera una prolongación de la actual recuperación de la inversión residencial, como refleja el repunte de las iniciaciones de vivienda y el incremento en las cifras de transacciones. Por su parte, la inversión empresarial continuará experimentando un crecimiento robusto, impulsada por la fortaleza de la demanda final, las condiciones financieras favorables y la necesidad de renovar y ampliar el capital existente.

En el ámbito del comercio exterior, se proyecta un mantenimiento del buen tono de las exportaciones durante el próximo año, sustentado en las ventas al resto del área del euro y en las ganancias de competitividad adicionales, que compensarían la debilidad de

3 Véase el recuadro 2 del informe trimestral de septiembre de 2015. El recuadro 2 de este informe describe la evolución reciente de la actuación de las AAPP en el ámbito presupuestario.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

| | 2014 | Proyección actual | | Proyección de septiembre de 2015 | |
|--|------|-------------------|------|----------------------------------|------|
| | | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 |
| PIB | 1,4 | 3,2 | 2,8 | 3,1 | 2,7 |
| Consumo privado | 1,2 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 2,9 |
| Consumo público | 0,0 | 2,4 | 0,4 | 1,1 | 0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | 3,5 | 6,2 | 5,3 | 6,5 | 6,6 |
| Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales | 10,5 | 9,8 | 8,6 | 9,8 | 9,5 |
| Inversión en construcción | -0,2 | 5,5 | 4,1 | 5,3 | 4,9 |
| Exportación de bienes y servicios | 5,1 | 5,8 | 4,6 | 4,9 | 5,0 |
| Importación de bienes y servicios | 6,4 | 7,5 | 5,9 | 6,3 | 6,4 |
| Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b) | 1,6 | 3,6 | 3,1 | 3,4 | 3,0 |
| Demanda exterior neta (contribución al crecimiento) | -0,2 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,3 |
| PIB nominal | 1,0 | 4,0 | 3,7 | 4,1 | 3,7 |
| Deflactor del PIB | -0,4 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 1,0 |
| Índice de precios de consumo (IPC) | -0,2 | -0,5 | 0,7 | -0,5 | 0,8 |
| Empleo (puestos de trabajo equivalente) | 1,1 | 3,0 | 2,4 | 2,8 | 2,5 |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB) | 1,6 | 2,0 | 1,7 | 1,4 | 1,2 |

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 17 de diciembre de 2015.

b Diferencia, a un decimal, entre el crecimiento del PIB y la contribución de la demanda exterior neta.

las economías emergentes. Por su parte, las importaciones continuarían mostrando un notable vigor, en línea con la demanda final. En comparación con las proyecciones precedentes, tanto las exportaciones como las importaciones se han revisado al alza en 2015, como resultado, principalmente, de la incorporación de las nuevas estimaciones de CNTR hasta el tercer trimestre, más favorables de lo previsto hace tres meses.

En este marco, se proyecta una capacidad de financiación de la nación algo mayor que la contemplada en septiembre (del 2 % y del 1,7 % del PIB este año y el que viene, respectivamente), debido, en su mayor parte, a un menor déficit de rentas, como resultado de la disminución del nivel de los tipos de interés, y a un incremento del saldo de las transferencias de capital.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación del proceso de creación de empleo que se viene observando desde finales de 2013, en un contexto de avance moderado de los costes laborales. El crecimiento del empleo, similar al de las proyecciones anteriores, comportará reducciones adicionales de la tasa de paro, hasta situarse al final del horizonte de proyección ligeramente por debajo del 20 % de la población activa.

En el período de proyección se espera un repunte gradual de la inflación, motivado por dos tipos de factores de distinta naturaleza. Por un lado, la gradual desaparición en las tasas interanuales de los efectos de las caídas pasadas del precio del petróleo llevará a un repunte del componente energético. Por otro lado, se espera que los precios del resto de la cesta de consumo se aceleren de forma paulatina, como consecuencia de la disminución del grado de holgura en la economía y, en menor medida, por los efectos desfasados de la pasada depreciación del tipo de cambio. Esta aceleración será, en todo caso, muy modesta, en un contexto de avance moderado de los costes salariales. La inflación, medida por los precios de consumo, solo registraría tasas de variación positivas al final de este año, lo que conduciría a un retroceso del 0,5 % en el promedio anual. El repunte posterior llevaría a una tasa media del 0,7 % en 2016. Se estima que el deflactor del PIB podría crecer, en promedio, un 0,8 % este año y un 0,9 % el próximo, valores similares a los proyectados en septiembre.

Los riesgos que rodean al escenario central de crecimiento del PIB permanecen ligeramente inclinados a la baja, debido, fundamentalmente, a factores de naturaleza externa. En particular, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la senda de recuperación de las economías emergentes, en un contexto en el que el tensionamiento gradual de la política monetaria en Estados Unidos podría desencadenar un endurecimiento en las condiciones de financiación de algunas de estas economías. A escala interna, la principal fuente de incertidumbre está asociada al curso de las políticas económicas. En particular, un posible agotamiento en el proceso de aplicación de reformas estructurales podría afectar negativamente las expectativas de crecimiento e incidir negativamente en las decisiones corrientes de consumo e inversión. Asimismo, la necesidad de corregir eventuales desviaciones en la ejecución de los planes presupuestarios de las AAPP, cuyo cumplimiento es esencial para preservar la confianza de los agentes, podría comportar algún efecto negativo sobre la actividad a corto plazo. Por otro lado, no se puede descartar que algunos de los impulsos presentes en la actualidad prolonguen sus efectos más allá de lo que contempla este escenario central. En este sentido, es preciso tener en cuenta, en particular, la dificultad para estimar con precisión los efectos de las medidas no convencionales de política monetaria sobre variables como el tipo de cambio, o el coste y la disponibilidad de financiación.

En el terreno de la inflación, los riesgos de desviación también presentan un balance ligeramente negativo, procedentes de una hipotética materialización de los escenarios más desfavorables de evolución de la economía mundial que se han descrito en el párrafo precedente. Una eventual intensificación de la desaceleración en las economías emergentes podría, en particular, impactar negativamente sobre la trayectoria de los precios del petróleo y, en general, las materias primas. Un elemento moderador de los riesgos a la baja sobre el comportamiento de la inflación es la ampliación de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, que han reducido los riesgos de un eventual desanclaje de las expectativas de inflación. Por último, la incertidumbre en torno a las proyecciones de precios se ve acrecentada por una posible persistencia de un nivel elevado de volatilidad de los tipos de cambio, en un contexto caracterizado por una mayor divergencia entre las políticas monetarias de las principales economías desarrolladas.