

### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

#### La recuperación se acelera, amparada en factores tanto internos como externos

En 2014 la economía española apuntaló la recuperación emprendida en el segundo semestre de 2013. A pesar de que el entorno internacional no estuvo libre de riesgos<sup>2</sup>, a medida que avanzó el año se consolidó el tono positivo de la actividad y del empleo, alentado por el **mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria, la mejora de la confianza y los cambios estructurales de los últimos años**. Entre estos últimos está la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas acometidas y la reorientación productiva hacia el exterior. Al hilo de estos avances, en los trimestres centrales del año el crecimiento se estabilizó en una tasa anual equivalente del 2,0%, y en el último trimestre se aceleró hasta alrededor del 3,0%.

Todo lo anterior llevó a que la **economía española cerrara el 2014 con un crecimiento del PIB superior al esperado hace un año (1,4% frente al 0,9%)** que, además, supuso el primer balance anual positivo desde 2008. **La expansión de la actividad en el conjunto del año se concentró en la demanda nacional (sobre todo privada), que sorprendió positivamente** durante la mayor parte del ejercicio. Cabe destacar, en primer lugar, el crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva y, en segundo lugar, el cambio de ciclo de la inversión en construcción residencial que, por primera vez desde 2007, registró tasas de variación positivas durante el segundo semestre del año.

**Por el contrario, la demanda externa neta drenó crecimiento en 2014**, a pesar de la fortaleza que mostraron las ventas al exterior en un entorno marcado por la ausencia de dinamismo en Europa. Así, la aportación negativa del saldo comercial al crecimiento se explica por **las sorpresas al alza que se registraron en la demanda final que, en esta ocasión, fueron satisfechas, en buena medida, con importaciones de bienes y servicios**.

**Hacia delante, los fundamentos de la economía española justifican la consolidación de la recuperación a lo largo del próximo bienio**. La actividad crecerá en torno al 2,7% tanto en 2015 como en 2016, un ritmo de crecimiento que permitirá acumular hasta el final del periodo una creación neta de empleo en torno a 1.000.000 de personas, y reducir la tasa de paro hasta cerca del 20%<sup>3</sup>. **En el panorama económico internacional, se espera un crecimiento de la economía global superior que el registrado en 2014**, lo que en el caso de la economía europea implicará aumentos del PIB en torno al 1,3% en 2015 y del 2,2% en 2016. Este aspecto, junto con la diversificación geográfica y la **depreciación del tipo de cambio efectivo real -apoyada en la devaluación interna y en la política monetaria más expansiva en Europa-** contribuirán positivamente a la evolución de las exportaciones.

**A los factores externos, se suma el viento de cola que supone la caída del precio del petróleo** en más de un 50% desde julio, hasta cerca de los 50 dólares por barril Brent al cierre de esta publicación. Si bien las estimaciones de BBVA Research apuntan a un aumento gradual de los precios hasta el entorno de los 70 dólares por barril (promedio 2015-2016), **el impacto neto de la corrección acumulada será positivo, y podría alcanzar los 0,7 pp anuales del PIB en promedio para el bienio 2015-2016**.

**A nivel doméstico, la economía española cierra, al menos de momento, el capítulo de la política fiscal contractiva**: la rebaja impositiva -cuyo primer tramo está en vigor desde enero- supondrá un impulso para el crecimiento en el corto plazo. Asimismo, la **restauración de la confianza, la recuperación del mercado laboral, la mejora de la financiación a empresas y familias** y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda interna. Por primera vez desde 2007 se espera que todos los componentes de la demanda nacional experimenten un saldo anual positivo.

2: Donde cabe mencionar el aumento de la volatilidad y de las primas de riesgo tras el repunte de las tensiones geopolíticas, los temores respecto a un menor crecimiento e inflación en economías desarrolladas (siendo de particular preocupación para España la falta de dinamismo observada durante los últimos trimestres en la UEM) y la incertidumbre sobre los cambios de la política monetaria a nivel mundial.

3: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,0% y la tasa de paro se situará en torno a 20,9% en 2016.

Si bien el escenario presentado en este informe incorpora una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2015 (de 0,7 pp), conviene recordar que la recuperación no está libre de riesgos. A nivel externo, las incertidumbres geopolíticas siguen siendo una amenaza. Por otro lado, aunque no hay mayores dudas respecto a la forma gradual y lenta en la que actuará la Reserva Federal (Fed), existe una elevada incertidumbre sobre cómo se acoplarán muchos mercados emergentes ante la primera subida de tipos en los Estados Unidos. Finalmente, no se puede descartar que la intensidad y rapidez de la caída del precio del petróleo pueda generar turbulencias en algunos sectores, mercados y países, mermando las ganancias derivadas del abaratamiento de los costes.

En Europa, una consecuencia no deseada de las medidas del BCE es que podrían ralentizar la reducción de la fragmentación financiera al no contemplar una mutualización total del riesgo. Más allá del ámbito de la política monetaria común, los estados miembros de la eurozona deben trabajar en políticas de oferta que disipen las dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural. Además, Europa tiene que superar un complicado calendario electoral, con elecciones en al menos ocho países. Dependiendo de la gestión que lleven a cabo los gobiernos que salgan elegidos en las urnas, podrían darse escenarios en los que la incertidumbre política llegue a ser un lastre para el crecimiento.

Por último, España se enfrenta al reto de conseguir que el crecimiento sea sostenido y sostenible. La mejora de la actividad debe seguir acompañada por una intensa creación de empleo para que la recuperación termine de llegar al conjunto de la sociedad y sea sostenible internamente. La mejora del empleo debe ser compatible con la consecución de saldos positivos en la balanza por cuenta corriente, de forma que la recuperación sea sostenible en términos externos.

## 2014: el año en el que la economía volvió a experimentar un crecimiento anual positivo

Tras un 2013 marcado por la transición hacia una nueva fase expansiva del ciclo, las expectativas auguraban que 2014 sería el año en el que la economía española alcanzaría las primeras cifras de crecimiento anual de la actividad desde 2007. **Confirmando los pronósticos, la recuperación ganó terreno a lo largo del año.** En los trimestres centrales del ejercicio la tasa de expansión trimestral se estabilizó en torno al medio punto porcentual y, durante el cuarto, volvió a tomar impulso. Así, y a falta de conocer los resultados detallados, **la estimación avance del PIB publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) indicó que la economía española creció el 0,7% t/t (2,0% a/a) en el 4T14<sup>4</sup>**, cifra superior a la esperada a principios del trimestre (BBVA Research: entre el 0,5% y el 0,6% t/t). De esta forma, 2014 se cerró con un crecimiento medio anual del PIB del 1,4%, 0,5 pp por encima de la tasa estimada hace un año.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, **los indicadores parciales de coyuntura señalan que, en el 4T14, la actividad habría encontrado nuevamente su soporte en la demanda doméstica (0,6 pp t/t)**, principalmente la privada (véase el Gráfico 3.1). En contrapartida, **la demanda externa habría hecho una aportación modesta al crecimiento (0,1 pp t/t)**, habida cuenta del crecimiento marginal de los flujos comerciales tras los notables repuntes del 3T14 (del 4,3% t/t en el caso de las exportaciones y del 4,7% t/t en el de las importaciones). Con este cierre del año, la demanda interna habría roto la tendencia de caída observada en los últimos seis ejercicios, y habría aportado 2,1 pp al crecimiento anual del PIB. Por el contrario, la demanda externa neta habría drenado -0,7 pp a la expansión de la actividad en 2014, la primera contribución negativa desde 2007.

**De cara al primer trimestre de 2015, la información conocida a la fecha de cierre de este informe apunta hacia una aceleración de la actividad (MICA-BBVA<sup>5</sup>: entre el 0,8% t/t y el 0,9% t/t)** (véase el Gráfico 3.2). Esta trayectoria es consistente con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)<sup>6</sup>, que evidencian una mejora de las expectativas de crecimiento (véanse los Gráficos 3.3 y 3.4).

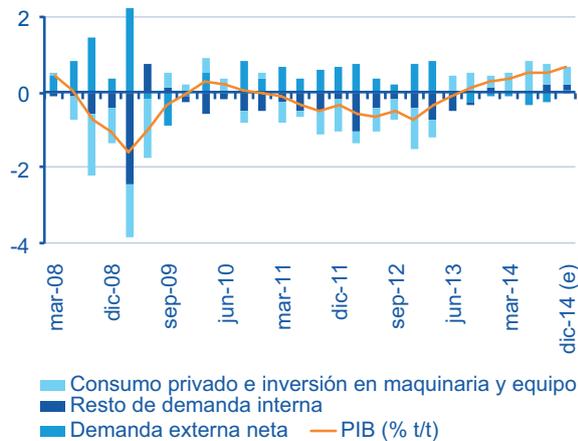
4: El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4T14 se publicará el próximo 26 de febrero, siendo posible la revisión de la estimación avance.

5: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1021_tcm348-231736.pdf)

6: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/05/1405\\_Situacion\\_Espana1.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/05/1405_Situacion_Espana1.pdf).

Gráfico 3.1

**España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)**

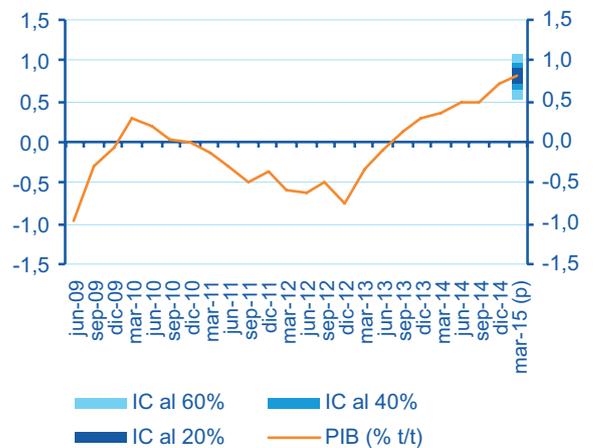


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2

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

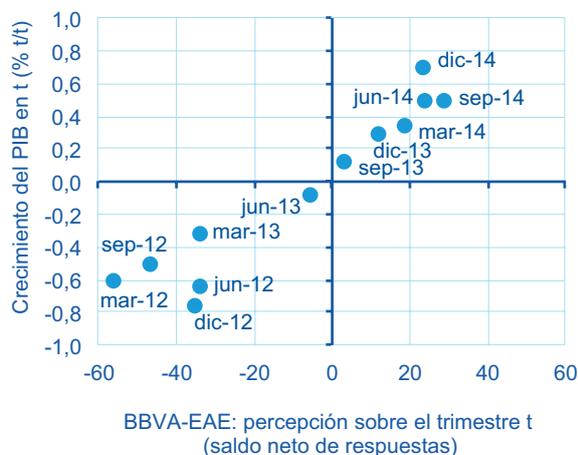


(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.3

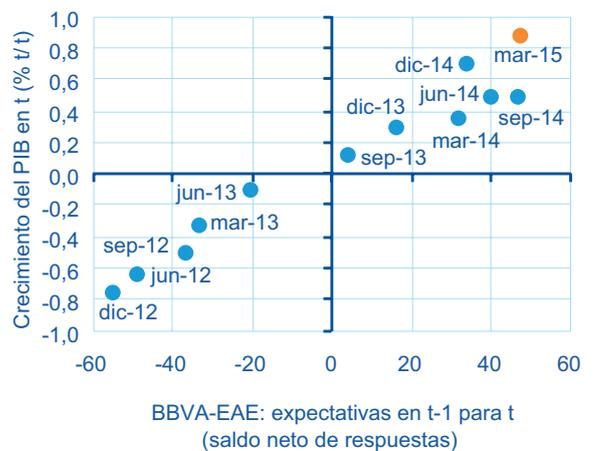
**España: crecimiento económico y percepción de los participantes en la EAE-BBVA**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.4

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

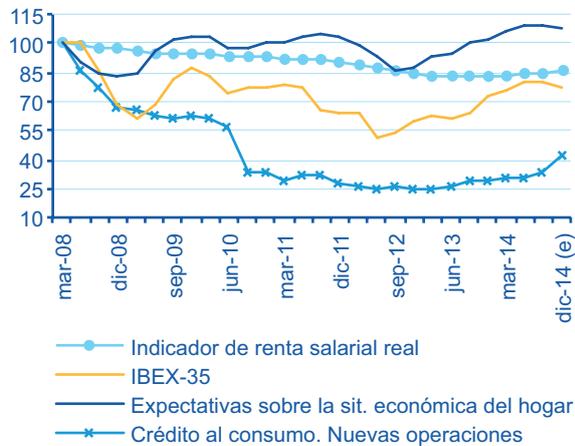
## La demanda doméstica privada cerró el año al alza

Los indicadores de consumo -sobre todo, de bienes duraderos- sugieren que **el gasto de los hogares habría vuelto a crecer en el cuarto trimestre del 2014**<sup>7</sup>. Si bien el componente salarial de la renta disponible de las familias y las nuevas operaciones de crédito al consumo aumentaron entre octubre y diciembre, la percepción sobre la situación económica y la riqueza financiera interrumpieron su ritmo de mejora (véase el Gráfico 3.5). Así, tanto el indicador sintético de consumo BBVA (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo BBVA (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares se habría incrementado en torno al 0,7% t/t en el 4T14 (3,0% a/a), alrededor de una décima menos que en el trimestre precedente** (véase el Gráfico 3.6). De este modo, el consumo privado habría aumentado alrededor del 2,3% en 2014 tras haber retrocedido el -2,3% en 2013.

7: Un análisis detallado de la evolución del gasto de los hogares por tipo de producto se puede encontrar en la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre del 2014, disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-consumo-espana-segundo-semestre-2014/>.

Gráfico 3.5

**España: determinantes del consumo**  
(Datos CVEC, 1T08 = 100)

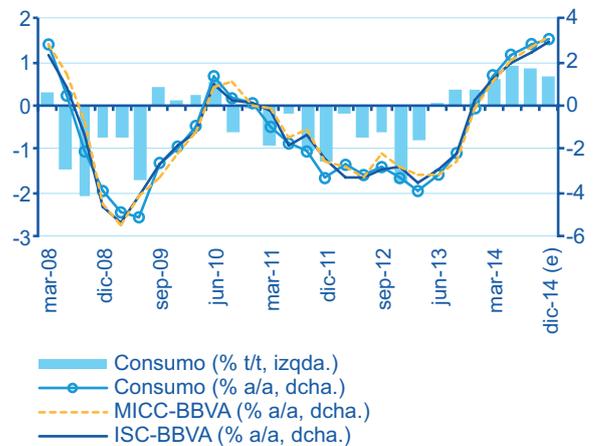


(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de MINECO, Datastream, CE y BdE

Gráfico 3.6

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



(e): estimación.

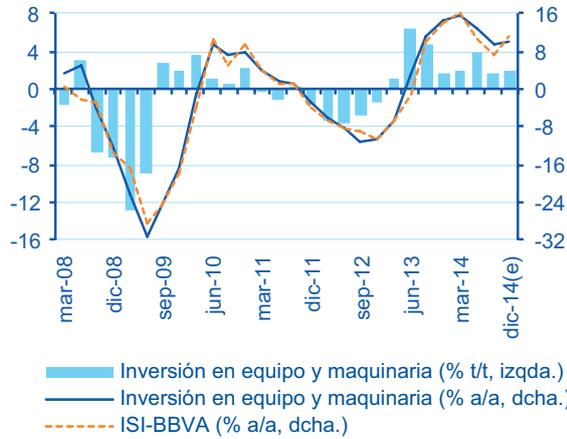
Fuente: BBVA Research a partir de INE

**A juzgar por la evolución de sus indicadores, la inversión en maquinaria y equipo podría haber registrado en 4T14 un avance superior al del trimestre anterior:** tanto la confianza industrial como la cartera de pedidos, el IPI de bienes de equipo y la matriculación de vehículos industriales, mostraron un comportamiento mejor al del tercer trimestre. Con ello, tal y como muestra el Gráfico 3.7, **el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) sugiere un crecimiento de esta partida de la demanda del 2,0% t/t (9,8% a/a).** Así, la inversión productiva privada habría encadenado ocho trimestres consecutivos de expansión y habría cerrado 2014 con un avance anual del 11,9%, el mayor desde el año 1998.

**Los indicadores de la inversión en vivienda en el 4T14 apuntan hacia el segundo crecimiento trimestral consecutivo de esta partida.** La confianza de los empresarios del sector continuó recuperándose, el consumo de cemento creció y, sobre todo, se volvió a observar una mejoría del mercado de trabajo en la construcción. A todo ello se une la evolución positiva que vienen mostrando las ventas que, salvo sorpresas en los datos de diciembre, habrían cerrado el último trimestre de 2014 con un nuevo incremento trimestral. Como resultado, **el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) señala un avance de la inversión residencial en el 4T14 del 1,1% t/t**, cifra en línea con la del trimestre precedente y que implicaría el primer aumento interanual (1,5%) tras 28 trimestres de descensos (véase el Gráfico 3.8). A pesar de este reciente cambio en la tendencia, la inversión en vivienda habría concluido 2014 con una caída del 2,8% anual, ajuste muy inferior al observado en los últimos seis años (-11,9% en el promedio 2008-2013).

Gráfico 3.7

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



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8

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



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

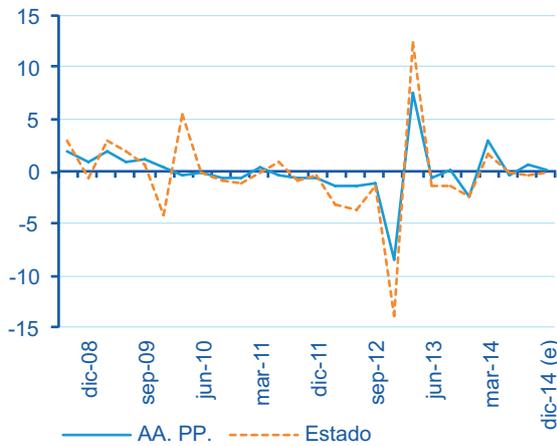
## El gasto en consumo público dejó de restar en 2014

Con los datos de ejecución presupuestaria del Estado a noviembre de 2014, se estima que, una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (CVEC), el gasto nominal en consumo final de la administración central se habría mantenido estable respecto al trimestre anterior (véase el Gráfico 3.9). Para el conjunto de las administraciones públicas **se estima que el consumo público real habría prolongado en el cuarto trimestre el práctico estancamiento de los dos anteriores (0,0% t/t; 1,1% a/a)**. Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sugieren que la contención del gasto no se concentró en la masa salarial. De hecho, el número de asalariados del sector público aumentó ligeramente entre octubre y diciembre tras el retroceso observado en el trimestre anterior (véase el Gráfico 3.10). De esta forma, se estima que el gasto en consumo público habría cerrado el año con un incremento en torno al 0,8% respecto al anterior ejercicio contable, la primera expansión de esta partida del gasto real desde 2010.

Por su parte, los datos de ejecución muestran que **el ajuste de la inversión pública total se aceleró ligeramente al cierre de 2014**. Sin embargo, la moderación del gasto parece ser de carácter temporal. Al respecto, los datos de licitación de obra pública señalan que entre enero y noviembre se produjo un incremento interanual en torno al 44,0%, cifra que, aunque parte de unos niveles históricamente bajos, anticipa un aumento del gasto en inversión. Esta dinámica contribuiría a afianzar el **punto de inflexión de la inversión en construcción no residencial, que en el cuarto trimestre de 2014 prácticamente se habría estancado (0,2% t/t -0,7% a/a)**. De este modo, la inversión en otras construcciones habría retrocedido en torno al 2,9% en 2014, casi seis puntos menos que la caída media anual observada entre 2008 y 2013 (-8,4%).

Gráfico 3.9

**España: consumo público nominal (% t/t, CVEC)\***

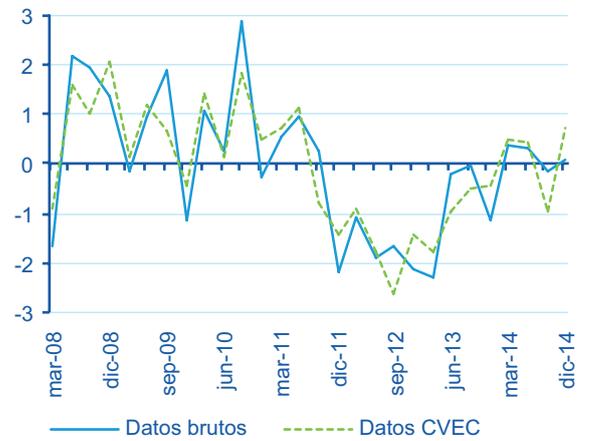


(e) estimación.

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

Gráfico 3.10

**España: asalariados del sector público (% t/t)**



(e) estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La desaceleración de las exportaciones marcó el comportamiento del sector exterior en el tramo final del año

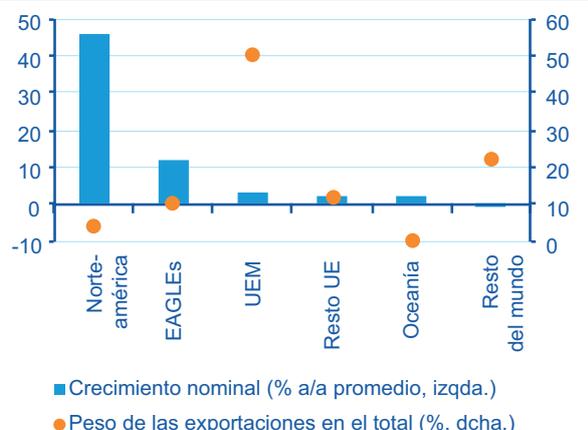
Los indicadores disponibles de comercio exterior confirman la **desaceleración, previsiblemente transitoria, de la demanda externa de bienes**, en particular de la proveniente de Europa y de algunos de los grandes países emergentes (China, Brasil y Rusia). La composición geográfica de esta atonía se habría trasladado con intensidad a la demanda total, que dio paso a una **modesta expansión de las exportaciones de bienes en el 4T14 (0,5% t/t; 7,0% a/a)** (véase el Gráfico 3.11). Con todo, tras el fuerte crecimiento en los dos trimestres centrales, las ventas de bienes al exterior habrían cerrado 2014 con una expansión elevada (5,1%), aunque ligeramente inferior a la observada el año anterior (5,7%).

Asimismo, el comportamiento de las **exportaciones de servicios en el último trimestre del año (1,2% t/t; 2,0% a/a)** habría reforzado la corrección a la baja de los flujos comerciales. En lo que respecta al turismo, se estima que **el consumo de no residentes en el territorio nacional habría crecido marginalmente (0,3% t/t)**, lo que no habría sido suficiente para lastrar el comportamiento positivo del conjunto del año (3,3% frente al 2,9% de 2013). Así, en 2014 se alcanzó un nuevo récord de visitantes (65 millones, 7,2% a/a), a pesar de que la entrada de turistas en frontera se desaceleró 1,0 pp hasta el 1,5% t/t en el tramo final del año (véase el Gráfico 3.12).

Por su parte, **se estima una evolución positiva de las exportaciones de servicios no turísticos** en el último trimestre del 2014 (1,5% t/t; 2,3% a/a) que compensaría la caída observada en el promedio del primer semestre. El ejercicio económico se habría cerrado con un ascenso del 2,3%, y superaría así el bache de 2013 (-0,4%). **En conjunto, las exportaciones totales se habrían desacelerado en el 4T14 hasta el 0,6% t/t (5,5% a/a)**, si bien el crecimiento para el conjunto de 2014 habría sido robusto (4,4%) y en línea con el registrado en 2013 (4,3%).

Gráfico 3.11

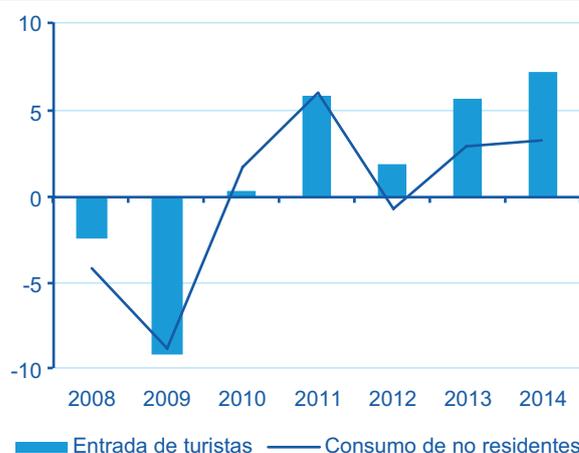
**España: crecimiento y composición de las exportaciones de bienes por áreas geográficas**



Nota: datos promedio de octubre y noviembre 2014.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.12

**España: entrada de turistas extranjeros y consumo de no residentes**



Fuente: BBVA Research a partir de INE e Instituto de Estudios Turísticos (EGATUR)

En línea con el comportamiento de las exportaciones, los indicadores adelantados disponibles al cierre de esta revista sugieren que **el crecimiento de las importaciones se atenuó en el último trimestre del año hasta el 0,4% t/t (8,4% a/a)**. No obstante, tras tres años en terreno negativo, 2014 supuso el retorno de las importaciones a una senda de crecimiento elevado (7,6% a/a), asistidas por el impulso exportador y la recuperación de la demanda interna.

En síntesis, los elementos mencionados anteriormente sugieren una **aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento en el 4T14 (0,0 pp t/t)** y negativa en el conjunto del año (-0,7 pp). La evolución de los agregados del sector exterior propició la **erosión del superávit de la balanza por cuenta corriente obtenido en 2013 y el retorno de un déficit modesto al cierre de 2014 (-0,3% del PIB)**.

### El cambio de ciclo del mercado de trabajo se consolidó en 2014

En línea con la actividad económica, la recuperación del mercado de trabajo se aceleró en el 4T14. Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación media a la Seguridad Social creció por quinto trimestre consecutivo, mientras que el desempleo registrado enlazó seis trimestres a la baja**. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó ocho décimas entre octubre y diciembre, tres más que en el 3T14, mientras que la caída del desempleo registrado se duplicó hasta el -1,4% t/t (véase el Gráfico 3.13). Por último, la contratación cobró dinamismo en el cuarto trimestre (2,9% t/t CVEC) tras haberse estancado en el tercero. El porcentaje de contratos temporales disminuyó 0,1 pp hasta el 91,7% CVEC debido al mayor crecimiento del número de contratos indefinidos (2,9% t/t CVEC frente a 1,4% de temporales).<sup>8</sup>

**La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T14 confirmó la mejora del empleo apuntada por los registros.** La ocupación aumentó en 65.100 personas entre octubre y diciembre, a pesar de la estacionalidad negativa del periodo. Descontando este factor, **el número de ocupados habría crecido en torno a 150.000 personas (1,0% t/t CVEC)**, lo que supone un avance notable respecto a las cifras del 3T14 (60.000 personas; 0,5% t/t CVEC).

La creación de empleo se debió al **ascenso del número de asalariados en el sector privado (67.900 personas)**. Por su parte, el empleo público se mantuvo estable (apenas creció en 1.900 personas), en línea con los trimestres precedentes. A pesar del ligero aumento durante el último año (18.100 personas), la caída del empleo público supera las 379.000 desde el 3T11.

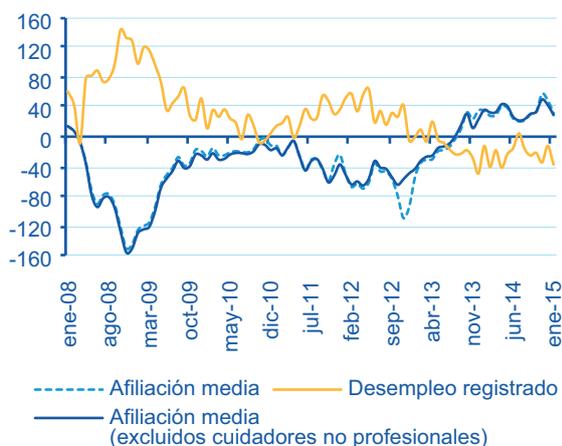
8: Los registros laborales de enero indican que la situación del mercado de trabajo continuó mejorando durante el inicio del 2015. A pesar de que el sector primario sorprendió negativamente, la mejora de la afiliación no agraria (50.000 CVEC) y la reducción del desempleo (-38.000 CVEC) consolidaron la recuperación observada en 2014. Para más información, véase <https://www.bbva.com/publicaciones/espaa-registros-laborales-de-enero-la-agricultura-ensombrece-la-mejora-de-los-restantes-sectores/>

El incremento de la población activa (95.200 personas) compensó el crecimiento de la ocupación, por lo que **la tasa de paro se estabilizó en el 23,7%** (véase el Gráfico 3.14). Descontada la estacionalidad, la tasa de desempleo se redujo por sexto trimestre consecutivo; en esta ocasión, seis décimas hasta el 23,7% CVEC.

**El dato del 4T14 cerró el primer año de creación neta de empleo desde el 2007.** La economía española creó 433.900 empleos netos a lo largo de 2014 (205.200 en términos promedio), el 79,3% en el sector servicios y el 49,0% de naturaleza indefinida. Estos resultados ocasionaron una caída de la tasa paro de dos puntos entre el 4T13 y el 4T14 (promedio anual: -1,7 pp hasta el 24,4%) a pesar de la reducción de la población activa (-44.100 de personas a fin de periodo; -22.600 en promedio anual).

Gráfico 3.13

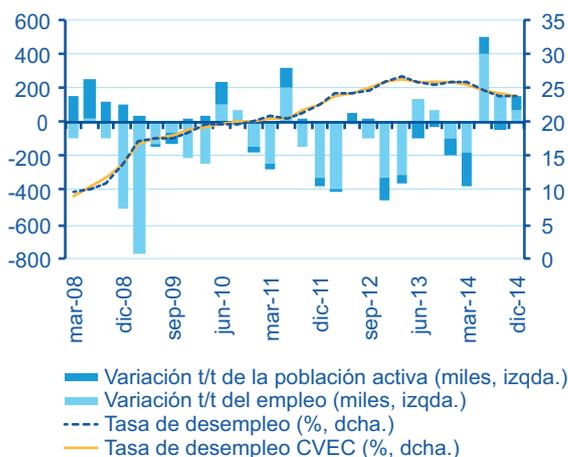
**España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (variación mensual en miles de personas, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

**España: indicadores del mercado laboral**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**La contención de precios y costes prosiguió en el 4T14, y sumó a su favor la caída de los precios del petróleo**

**La caída de los precios generales al consumo se acentuó en la recta final de 2014, hasta alcanzar el -1,0% a/a en diciembre** (-0,2% a/a en promedio anual)<sup>9</sup>. Dicha evolución se correspondió con la reducción del componente energético (-8,5% a/a a fin de año) derivada, principalmente, del abrupto descenso de los precios del petróleo (hasta cerca de los 50 dólares por barril al cierre de este informe). Por su parte, **la contención de los precios subyacentes se prolongó durante el último trimestre de 2014, y cerró diciembre con un crecimiento nulo** (0,0% a/a en promedio anual). Así, la contribución de la inflación subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó el pasado diciembre en los 0,0 pp a/a, mientras que la del componente residual llegó hasta los -1,0 pp a/a (energía: -1,0 pp a/a y alimentos no elaborados: +0,0 pp a/a) (véase el Gráfico 3.15).

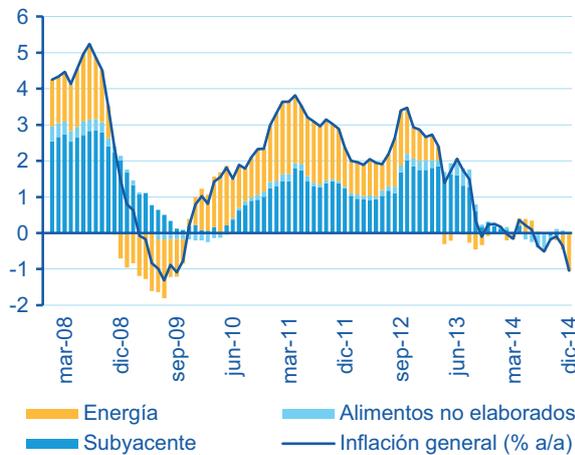
De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, la estabilización de los precios subyacentes en la economía española continúa en un entorno de moderación de la inflación europea y de recuperación de la competitividad-precio en España. Así, **el diferencial de inflación respecto a la zona euro, medido en términos del componente tendencial, se mantiene favorable a España en torno a los -0,7 pp** (véase el Gráfico 3.16)<sup>10</sup>.

9: El indicador adelantado del IPC confirmó la intensificación de la caída de los precios al consumo en enero (hasta el -1,4% a/a), debido a la reducción de los precios de los combustibles. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente continúa estancada. Para más detalles véase: [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/01/IPCA\\_ene15.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/01/IPCA_ene15.pdf)

10: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/1402\\_Situacion\\_Espana\\_tcm346-423173.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf).

Gráfico 3.15

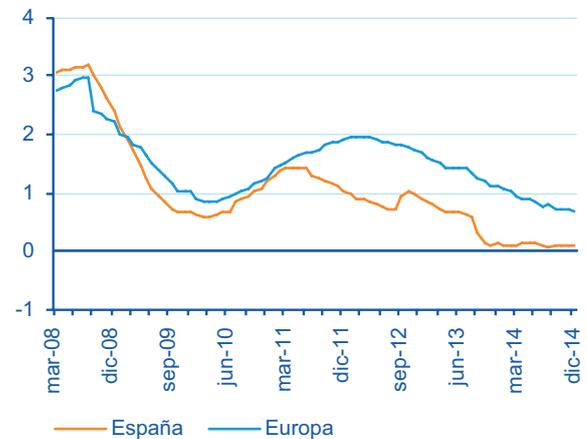
**España: contribución al crecimiento del IPC (pp)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.16

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

**La reducción de la inflación siguió favoreciendo la contención de las demandas salariales durante el cuarto trimestre.** El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo aumentó en torno al 0,5% a/a entre octubre y diciembre en los convenios revisados plurianuales y el 0,6% en los firmados a lo largo del año en curso, que tan solo vinculan a 1.585.000 trabajadores<sup>11</sup>. Este aumento coincide con el establecido como límite máximo en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva<sup>12</sup> para el conjunto del 2014 (véase el Gráfico 3.17). Como ilustra el Gráfico 3.18, la moderación salarial evidenciada tras la entrada en vigor de la reforma laboral en el 1T12 ha supuesto una ganancia acumulada de competitividad-coste respecto a la UEM del 2,8%.

Gráfico 3.17

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



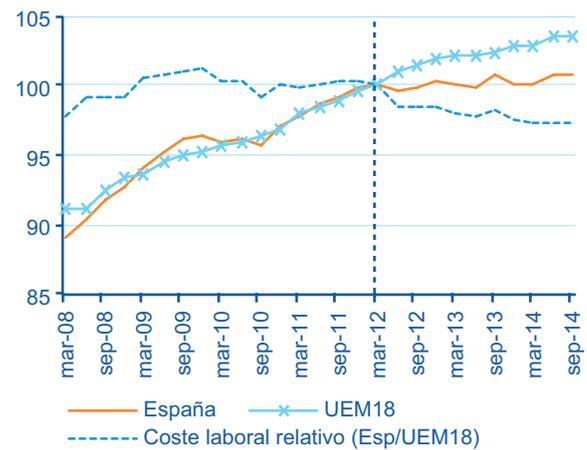
Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(\*) Datos provisionales. La cifra de 2013 no es homogénea con la de los años precedentes. Véase: [http://www.empleo.gob.es/estadisticas/cct/CCT13DicAv/ANE/Resumen\\_CCT\\_diciembre\\_13.htm](http://www.empleo.gob.es/estadisticas/cct/CCT13DicAv/ANE/Resumen_CCT_diciembre_13.htm).

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.18

**UEM: coste laboral por hora efectiva de trabajo en la economía de mercado (1T12=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

11: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo rozó los 4,8 millones hasta diciembre, cuando se incorporan los afectados por los convenios firmados antes del 2014 (3.171.000). Esta cifra es un 5,6% menor que la registrada hasta diciembre del 2013 y representa, tan solo, el 40% de los ocupados vinculados por convenio en 2008.

12: Nótese que el II AENC 2012-2014 establecía que si el incremento del PIB en 2013 fuese inferior al 1%, el aumento salarial pactado para el 2014 no excedería del 0,6%.

## El flujo de crédito minorista inició su recuperación en 2014 con un aumento de dos dígitos

Las nuevas operaciones de crédito son las relevantes a la hora de apoyar la recuperación económica, puesto que son las que están directamente relacionadas con los flujos actuales de inversión y consumo<sup>13</sup>.

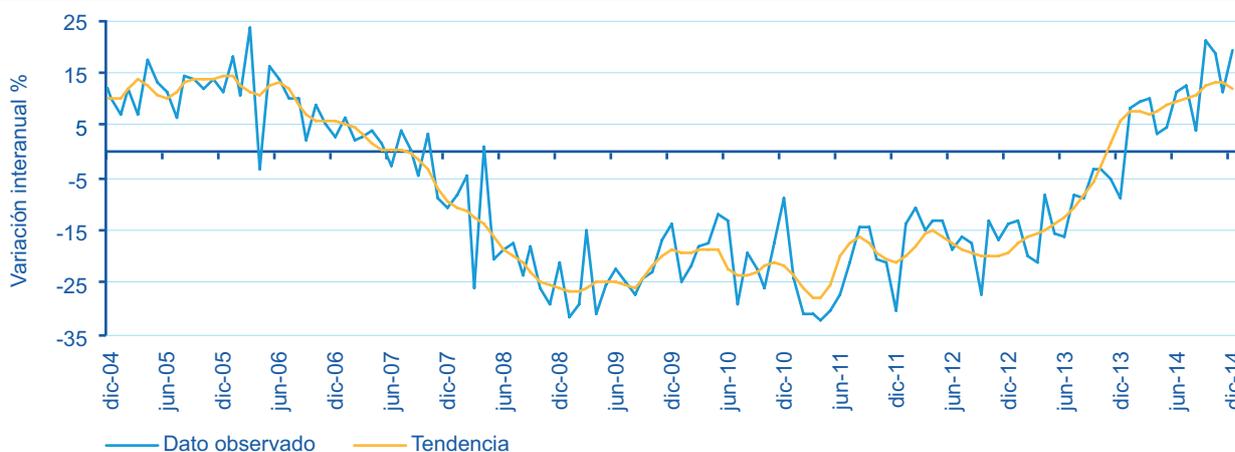
**En el acumulado anual de 2014, las nuevas operaciones de financiación a grandes empresas registraron una caída del -19,0%, algo inferior a la del año 2013 (-23,8%).** Una parte de la disminución se explica por el mejor acceso a otras fuentes de financiación; la otra, por el necesario desapalancamiento de ciertos sectores todavía sobreendeudados. No obstante, **el cierre del año 2014 podría anticipar un cambio de tendencia, con un aumento interanual del 2,1% tras las intensas caídas del resto año.**

**La nueva financiación a pymes** -aproximada por las operaciones a empresas de menos de un millón de euros- **sigue evolucionando favorablemente** y mostró un crecimiento en el pasado año del 8,6%, que contrasta con la caída en 2013 (-7,9%). Lo anterior refleja tanto la apuesta de las entidades de crédito por este tipo de empresas, como el impulso que la mejora de la confianza ha dado a la demanda. **Por último, el flujo de nuevo crédito a los hogares mostró signos de fortaleza durante todo el año 2014.** Así, la facturación de crédito al consumo acumuló un aumento del 18,6%, y la de vivienda, del 23,5%. El resto del nuevo crédito a hogares prolongó su mejora en la segunda parte de 2014 y alcanzó un incremento anual del 11,9%.

En definitiva, aunque el total de nuevas operaciones todavía no reflejó un balance positivo en 2014 -acumuló en el año un retroceso del -6,3% debido a la financiación a grandes corporaciones- los datos del tramo final del año parecen adelantar un cambio en la tendencia.

Gráfico 3.19

### España: nuevas operaciones de crédito minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

## Escenario 2015-2016: crecimiento sostenido

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, **las innovaciones incorporadas en el escenario macroeconómico motivan una revisión al alza** de las cifras de crecimiento de la economía española (véase el Gráfico 3.20). **Tanto en 2015 como en 2016 la actividad crecerá el 2,7%**, un ritmo suficiente para acumular, al final del periodo, una creación neta de empleo en torno a 1.000.000 de personas, y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 20%<sup>14</sup>.

13: En el recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre del 2014 se presenta un análisis detallado sobre la relación entre los flujos de crédito y la actividad económica. Véase en [https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/1311\\_Situacionespana\\_tcm346-410394.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/1311_Situacionespana_tcm346-410394.pdf)

14: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo anual del 3,0% y la tasa de paro se situará en torno a 20,9% en 2016.

**La expansión de la actividad se apoyará en factores tanto internos como externos.** La economía global se acelerará lo que, junto con la depreciación del euro, la caída en el precio del petróleo y las ganancias de competitividad interna, apoyarán un incremento saludable de las exportaciones españolas. Igualmente, el carácter expansivo de la política monetaria favorecerá el aumento de la demanda. A nivel doméstico, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y el cambio de tono de la política fiscal contribuirán a la recuperación sostenida de la demanda interna (véase el Cuadro 3.1). El aumento de la demanda final redundará positivamente en las importaciones de bienes y servicios lo que, probablemente, se saldará con una aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento.

Cuadro 3.1

**España: previsiones macroeconómicas**

(% a/a salvo indicación contraria)	1T14	2T14	3T14	4T14 (e)	Promedios anuales					
					2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)	
Gasto en Consumo Final Nacional	1,1	1,8	2,2	2,5	-3,1	-2,4	1,9	2,2	1,6	
G.C.F Privado	1,3	2,2	2,7	3,0	-2,9	-2,3	2,3	2,5	1,7	
G.C.F AA. PP	0,5	0,7	0,9	1,1	-3,7	-2,9	0,8	1,5	1,4	
Formación Bruta de Capital Fijo	0,5	3,2	3,1	4,2	-8,1	-3,8	2,8	5,2	6,4	
Equipo y Maquinaria	15,4	12,7	9,5	9,9	-9,1	5,3	11,8	7,2	6,3	
Construcción	-8,1	-2,0	-1,2	0,3	-9,3	-9,2	-2,8	3,2	5,6	
Vivienda	-7,3	-3,4	-1,5	1,5	-9,0	-7,6	-2,8	5,1	9,5	
Otros edificios y Otras Construcciones	-8,8	-0,9	-0,9	-0,6	-9,6	-10,5	-2,9	1,8	2,6	
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	
Exportaciones	6,3	1,5	4,6	5,5	1,2	4,3	4,4	6,1	7,2	
Importaciones	8,9	4,8	8,2	8,5	-6,3	-0,5	7,6	6,8	7,1	
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	
<b>PIB real pm</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	
PIB nominal pm	0,3	0,7	1,2	1,5	-1,9	-0,6	0,9	3,4	4,6	
<b>Pro-memoria</b>										
PIB sin inversión en vivienda	1,1	1,5	1,8	2,0	-1,7	-0,9	1,6	2,6	2,4	
PIB sin construcción	1,7	1,6	1,9	2,2	-1,1	-0,2	1,9	2,6	2,4	
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	2,5	-4,3	-2,8	1,2	3,2	2,9	
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	23,7	24,8	26,1	24,4	22,5	20,9	
Empleo total (e.t.c.)	-0,6	0,8	1,4	2,1	-4,4	-3,3	0,9	2,6	2,3	

(\*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

**Aunque los sesgos que se han materializado implican una aceleración de la recuperación en 2015, no hay espacio para la complacencia.** El crecimiento de la economía española sigue estando condicionado, entre otros factores, a los ajustes estructurales. En este sentido, la mejora cíclica que se espera debe ser sostenible internamente, pero también externamente, sin reducir el ritmo de ajuste de los desequilibrios externos. **Es necesario que tanto España como Europa trabajen en políticas de oferta que mejoren las perspectivas económicas en el medio y largo plazo.** Aunque se valoran positivamente los esfuerzos estabilizadores de la política monetaria, es igualmente necesario avanzar con mayor decisión hacia la unión bancaria en Europa.

A nivel externo, los riesgos geopolíticos como los de la crisis rusa, Ucrania y Oriente Próximo siguen siendo una amenaza. Por otro lado, continúa habiendo incertidumbre respecto a la respuesta de muchos mercados emergentes ante la primera subida de tipos por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos. Finalmente, no se puede descartar la reducción del precio del petróleo pueda generar turbulencias en algunos sectores, mercados y países.

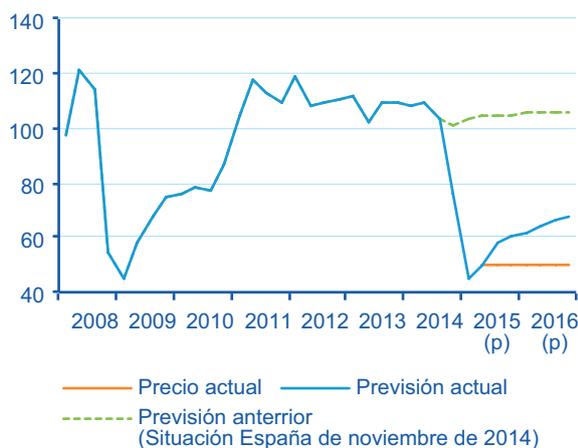
## La caída de los precios del petróleo contribuirá positivamente al crecimiento

Durante los últimos meses, **el precio de petróleo ha continuado su recorrido a la baja**, hasta situarse, el del tipo Brent, ligeramente por encima de los 50 dólares por barril al cierre de este informe, un 55% por debajo del precio al cierre del primer semestre de 2014, cuando se inició la trayectoria de caída (véase el Gráfico 3.20). A pesar de que la incertidumbre acerca de la naturaleza de esta perturbación continúa siendo elevada, **la información disponible sugiere que, en su mayoría (entre 2/3 y 3/4 del ajuste), se corresponde con factores de oferta**<sup>15</sup>. Entre estos cabe destacar la producción de crudo no convencional en EE. UU. (*shale-oil*), la decisión de la OPEP (avalada, principalmente, por Arabia Saudí) de no recortar las cuotas productoras a pesar de la presión en los precios y, por último, el poco efecto de las tensiones geopolíticas sobre la producción, por ejemplo en Libia.

**Al tratarse principalmente de un shock de oferta, es de esperar un impacto neto positivo sobre la actividad:** aumentará la renta disponible de las familias y se reducirán los costes de producción de las empresas, lo que favorecerá al consumo, la inversión y los flujos comerciales. **Las estimaciones de BBVA Research apuntan a una estabilización de los precios en el entorno de los 70 dólares por barril** (promedio 2015-2016) que, de cumplirse, aportaría, en promedio, 0,4 pp al crecimiento anual tanto de la economía global como de la europea en los próximos dos años. **Dada la elevada dependencia energética de la economía española, el balón de oxígeno que proporciona el abaratamiento del petróleo implica un mayor ahorro relativo y, por tanto, un impulso a la actividad más significativo (0,7 pp en promedio)**<sup>16</sup>.

Gráfico 3.20

### Escenario de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)

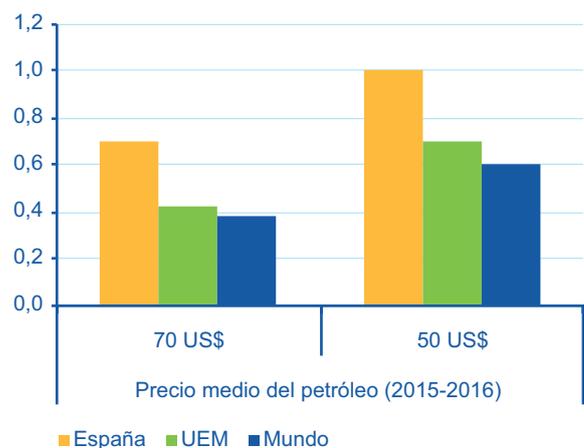


(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.21

### Impacto de la caída de los precios del petróleo (pp de crecimiento anual medio en 2015-2016)



Fuente: BBVA Research

15: La caída de precios del crudo desde julio de 2014 ha reflejado también una cierta moderación de las expectativas de crecimiento mundial. Sin embargo, las estimaciones de BBVA Research sugieren que este factor ha jugado un papel secundario en este episodio (entre 1/3 y 1/4 de la caída observada).

16: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf)

## La política monetaria seguirá siendo expansiva

**Dada la debilidad de la recuperación de la economía europea y las bajas tasas de inflación, el BCE ha vuelto a actuar con contundencia.** En particular, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria decidió en su reunión de enero **la ampliación de su programa de compra de activos**<sup>17</sup>, que incorpora valores públicos emitidos por gobiernos, agencias e instituciones europeas. En conjunto, el programa **supondrá una inyección de liquidez de al menos 1,1 billones de euros (adquisiciones de 60.000 millones de euros mensuales)** desde marzo de este año y, al menos, hasta septiembre del 2016 (o hasta que el BCE considere que la inflación ha recuperado una senda acorde con su objetivo, una tasa cercana pero por debajo del 2%)<sup>18</sup>.

Estas medidas, junto con el mantenimiento del tipo de interés de referencia principal en su mínimo histórico (el 0,05%) y el programa de operaciones focalizadas de refinanciación de largo plazo (TLTRO), **suponen una herramienta de política monetaria adecuada** para combatir la baja inflación, mantener en niveles reducidos los tipos de interés a largo plazo (alrededor del 2,1% en el bienio 2015-2016 para España, 50 pb menos que en 2014), contribuir a la depreciación del euro (16% nominal frente al dólar en 2015) y apoyar el crecimiento de la demanda y del crédito<sup>19,20</sup>. Sin embargo, **una consecuencia no deseada del programa de compra de activos es que podría ralentizar la reducción de la fragmentación financiera en Europa**, ya que se ha optado por un mecanismo en el que tan sólo se compartirá el riesgo asociado al 20% de las compras de activos. Dentro de la hoja de ruta hacia la unión bancaria, un diseño óptimo del programa tendría que haber incluido un riesgo totalmente compartido.

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

**Varios factores permiten ser optimistas respecto a la evolución de los flujos de crédito.** En primer lugar, la **recuperación de los créditos a empresas de más de 1 millón de euros** observada en diciembre de 2014 y la **consolidación de la evolución positiva de las operaciones de financiación al segmento minorista** (familias y pymes). En segundo lugar, **la mejora de la actividad y del empleo contemplada en el escenario macroeconómico.** Por último, toda **la batería de medidas de estímulo que el BCE ha puesto en marcha que, en su conjunto, podrían tener un efecto positivo sobre la concesión de nuevo crédito y el aumento de la demanda solvente.** De hecho, un incremento de las nuevas operaciones sería compatible con el necesario desapalancamiento de los saldos vivos, si el flujo de salida (las amortizaciones) es superior al de entrada (las nuevas operaciones). De acuerdo a nuestras estimaciones, las nuevas operaciones podrían superar a las amortizaciones a partir de finales de 2015, lo que se traduciría en un aumento del *stock* de crédito.

## La recuperación económica dará margen a la implementación de una política fiscal ligeramente expansiva

Como adelantábamos en la anterior edición de esta publicación, la rebaja impositiva -cuyo primer tramo entró en vigor en enero de 2015- supondrá un impulso para el crecimiento en el próximo bienio y, a su vez, una caída de los ingresos estructurales de las administraciones públicas<sup>21</sup>. Sin embargo, **el mejor entorno económico junto con la moderación en el coste de la deuda pública, permitirán el cumplimiento de los objetivos presupuestarios** (un 4,2% en 2015 y un 2,8% en 2016) (véase la Sección 4).

Así, **la economía española cierra, al menos de momento, el capítulo de la política fiscal contractiva**, lo que hace prever una nueva recuperación de la demanda pública durante el próximo bienio. En particular, **se espera que en 2015 el consumo público crezca el 1,5% en términos reales, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) lo haga en torno al 1,6%.** En un escenario sin cambios en la política económica, el tono de la política fiscal se tornará algo menos expansivo en 2016. El crecimiento real del gasto en consumo público se moderará hasta el 1,4%, mientras la inversión no residencial presentará una tasa de expansión alrededor de 2,6% en ese año.

17: Incluye a los programas ya vigentes desde el segundo semestre de 2014 (CBPP y ABSPP): compra de valores respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) y de bonos garantizados, que actualmente ascienden a aproximadamente 13.000 millones de euros al mes.

18: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 22 de enero de 2015. Disponible en [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio\\_BCE\\_01151.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/01/Observatorio_BCE_01151.pdf)

19: En el recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al 4T14, se estima que acciones como el TLTRO podrían añadir al crecimiento del PIB español entre 0,2 y 0,8 pp, aunque sólo en el corto plazo. Véase: [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana\\_4T14-web.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf)

20: La actualización del escenario económico incluye una depreciación del euro respecto al dólar superior a la advertida hace tres meses: el 7% adicional en 2015 y el 4% más en 2016. Las estimaciones del modelo BBVA-RVAR indican que esta depreciación adicional tiene un impacto en el PIB español en torno a los 0,3 pp en 2015 y a los 0,2 en 2016. Para más detalles véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al 4T14.

21: En el Recuadro 2 de la revista Situación España correspondiente al 4T14 se presenta un análisis sobre impacto de la rebaja tributaria del IRPF.

## Por primera vez desde 2007 todos los componentes de la demanda doméstica contribuirán positivamente al crecimiento

**Las perspectivas del consumo de los hogares han mejorado durante el último trimestre.** La creación de empleo, la caída del precio del petróleo y la reducción del IRPF contribuirán a la recuperación de la renta real disponible tanto este año como el próximo. El crecimiento esperado de la riqueza financiera, la ausencia de presiones inflacionistas, la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos y el ajuste del ahorro compensarán el práctico estancamiento de la riqueza inmobiliaria y la incertidumbre asociada a la desaparición del PIVE. Por último, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando durante los próximos trimestres en un contexto de desapalancamiento del saldo vivo de crédito, y sostendrán el gasto de las familias a medio plazo, sobre todo, en bienes duraderos. Como resultado, **el consumo privado se revisa en torno a siete décimas al alza para el bienio 2015-2016 hasta el 2,5% y el 1,7%, respectivamente.**<sup>22</sup>

En los próximos dos ejercicios, **la inversión en maquinaria y equipo estará respaldada por el incremento de la demanda doméstica y por el buen desempeño que se augura a las exportaciones.** Además, dos factores repercutirán positivamente en la evolución de esta partida de la demanda. Por un lado, el mantenimiento de los costes de financiación relativamente bajos, que facilita la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Por otro, la acusada reducción de los precios del petróleo que, dada la elevada dependencia energética del sistema productivo español, supondrá un ahorro significativo de costes y, con ello, la liberación de recursos adicionales para destinar a la inversión productiva. Con ello se lleva a cabo una **revisión al alza del crecimiento previsto para la inversión en maquinaria y equipo en 2015 de 0,6 pp, hasta el 7,2%. Durante 2016 este componente de la demanda previsiblemente crecerá a una tasa anual del 6,3%.**

Por su parte, **la inversión en vivienda seguirá avanzando en la recuperación iniciada en el segundo semestre de 2014.** La iniciación de viviendas afianzará su crecimiento en los dos próximos años, un crecimiento que, sin embargo, no estará reñido con la reducción de la sobreoferta de vivienda nueva<sup>23</sup>, dado que el número de viviendas terminadas continuará moderándose en el corto plazo. Además, la mejora de los fundamentos de la demanda, sobre todo del empleo, la previsión de que el coste de la financiación se mantenga bajo y el cambio de tono en los precios de la vivienda -que en términos agregados comenzarán una etapa de estabilidad-, propician un entorno favorable para que continúe la recuperación de las ventas. Así **se espera que el crecimiento de las transacciones que se ha observado en el pasado año -en torno al 14%- se afiance en 2015 y 2016.**

De este modo, mientras 2014 ha sido un año de transición, 2015 será el primer año de crecimiento de la inversión en vivienda tras siete años consecutivos de contracción. **Se espera que en el presente ejercicio esta partida de la inversión aumente a una tasa anual del 5,1% para alcanzar un crecimiento del 9,5% en 2016.** Tasas elevadas que responden, en buena medida, al efecto base derivado de un nivel de partida históricamente reducido: en torno al 4,0% del PIB, la menor ratio desde 1980.

En lo que respecta al sector exterior, el crecimiento de la economía mundial para el bienio 2015-2016 anticipa una demanda sólida de las exportaciones españolas. Este factor, unido a las ganancias provenientes de la reciente diversificación geográfica<sup>24</sup>, se verá reforzado por un euro más depreciado en el medio plazo, que debería ayudar a las empresas exportadoras a ganar cuota de mercado con una estrategia que contemple la mejora del precio relativo de sus productos<sup>25</sup>. Asimismo, el abaratamiento de los costes de transporte, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, incidirá positivamente tanto en los flujos comerciales de bienes, como en las exportaciones de servicios turísticos. Todo ello permite adelantar **un crecimiento elevado de las exportaciones totales en el horizonte de previsión (promedio: 6,6% anual).**

22: Con el cambio de base de Contabilidad Nacional, la serie de consumo privado sufrió una revisión notable. Este hecho, unido a la modificación de los datos de riqueza inmobiliaria por parte del Banco de España, ha alterado la estimación de las elasticidades del consumo a cada uno de sus determinantes. En particular, se obtiene que la sensibilidad del gasto a la renta disponible es menor que la estimada con la base contable anterior, mientras que a la riqueza inmobiliaria es mayor. Además, la convergencia al nivel de consumo de largo plazo es más ahora más rápida, por lo que el diferencial entre el gasto observado y el explicado por los fundamentos es menor que el estimado con los datos previos.

23: De hecho, el *stock* de viviendas nuevas sin vender en algunas regiones como Cantabria o Extremadura ya es muy reducido.

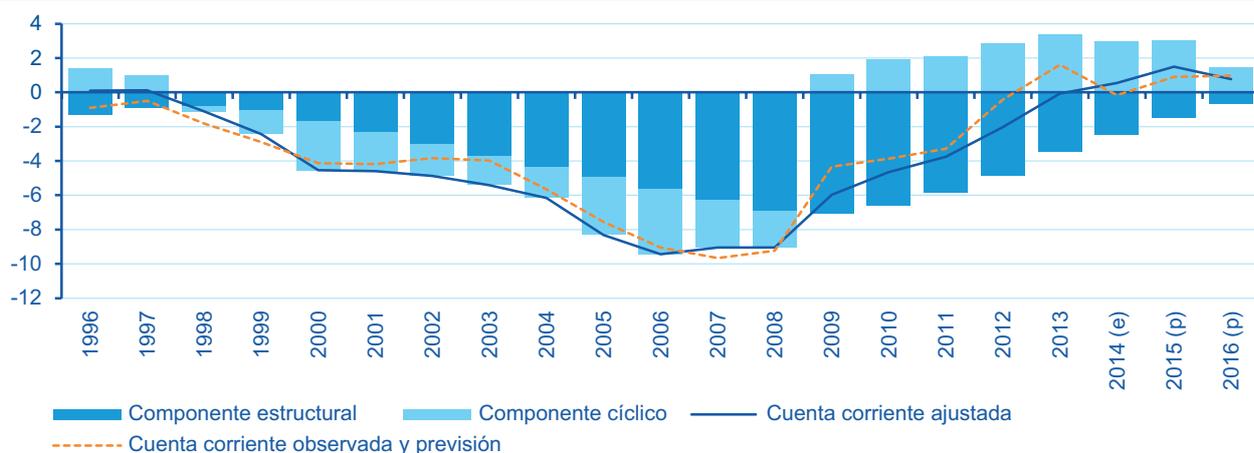
24: Un análisis de la diversificación productiva y geográfica de las exportaciones españolas se encuentra en el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: [https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/1402\\_Situacion\\_Espana\\_tcm346-423173.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/1402_Situacion_Espana_tcm346-423173.pdf)

25: En promedio del año, la depreciación nominal del euro frente al dólar podría rondar el 16% en 2015. En un episodio de depreciación similar (13,4%) registrado en el 2000, la economía española experimentó un incremento sustancial de las exportaciones nominales dirigidas a Europa (16,2%) y, sobre todo, al resto del mundo (25,2%).

Como consecuencia del empuje de la demanda final **las importaciones de bienes y servicios continuarían su senda de recuperación (promedio: 6,8% anual)**. De esta forma, **la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento económico en 2015 será prácticamente nula (0,0 pp) y volverá a valores positivos, aunque reducidos, en 2016 (0,2 pp)**. Durante el próximo bienio, el abaratamiento del precio del crudo aliviará la factura energética de la economía española con el exterior, lo que propiciará la **vuelta del saldo por cuenta corriente a terreno positivo (promedio 2015-2016: 1,0% del PIB)<sup>26</sup>**. Al final del horizonte de previsión, la economía española concluiría el ajuste del déficit estructural de la balanza por cuenta corriente (véase el Gráfico 3.22).

Gráfico 3.22

**España: descomposición ciclo-estructura de la cuenta corriente (% del PIB)**



(e): estimación; (p): previsión.  
Fuente: BBVA Research

**El mercado de trabajo mejorará en línea con la actividad, pero los desequilibrios no desaparecerán**

**En línea con la actividad, las perspectivas del mercado de trabajo se revisan al alza respecto a las publicadas en la anterior edición de Situación España.** El dinamismo esperado de la economía y la mayor eficiencia del mercado laboral contribuirán a incrementar la ocupación del sector privado y a reducir la tasa de desempleo<sup>27</sup>. Así, en 2015 se espera un crecimiento del número de ocupados del 3,2%, 1,4 puntos superior al previsto en octubre, y una reducción de la tasa de paro de 2,0 puntos hasta el 22,5%. **En 2016, la creación de empleo se situará en el 2,9%, pero la reducción de la tasa de paro (hasta el 20,9%) será menor que la esperada para 2015** dada la evolución menos desfavorable de la población activa<sup>28</sup>.

**Los datos de 2014 indican que la contratación a tiempo completo está cobrando dinamismo** (véase el Gráfico 3.23). Si la tendencia se mantiene durante los próximos trimestres, la evolución del empleo equivalente a jornada completa será similar a la del total. Las previsiones de BBVA Research, ilustradas en el Gráfico 3.24, indican que la ratio de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo sobre el total de puestos de trabajo apenas se reducirá dos décimas hasta el 87,5% durante el próximo bienio. La evolución esperada de la actividad y del empleo sugiere un estancamiento de la productividad aparente del factor trabajo (PAFT) en 2015 y un incremento en torno al 0,3% en 2016. Si bien estos crecimientos son menores que los de la pasada recesión (2,1% en el promedio 2008-2013), se situarían en línea con los registrados en la anterior fase expansiva (0,4% en el promedio 2000-2007)<sup>29</sup>.

26: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la caída del precio del petróleo durante 2015 mejorará el saldo por cuenta corriente en 1,0 pp del PIB.

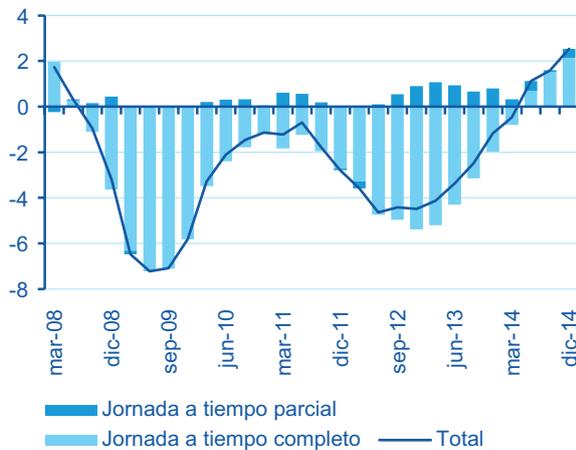
27: Una propuesta de reforma del mercado de trabajo que contribuiría a acelerar la creación de empleo y a reducir la dualidad se puede consultar en el Recuadro 1.

28: El Recuadro 2 muestra que el envejecimiento esperado de la población española dificultará la recuperación de la tasa de actividad aunque la propensión individual a participar en el mercado laboral o el ciclo económico mejorasen.

29: En el Recuadro 3, se analiza la evolución y los determinantes de la productividad de las empresas españolas del sector manufacturero durante las últimas tres décadas.

Gráfico 3.23

**España: contribuciones al crecimiento interanual del empleo (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.24

**España: puestos de trabajo ETC / puestos de trabajo totales (%)**



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

## El precio del petróleo mantendrá a la inflación en terreno negativo, pero sólo en el corto plazo

A pesar de que el tipo de cambio del euro se depreciará más de lo previsto hace tres meses, **la caída del precio petróleo (hasta los 70 dólares por barril en promedio para el periodo 2015-2016) motiva una notable revisión a la baja de la inflación general para este año** (de 1,4 puntos hasta el -0,4% en promedio anual). **Sin embargo, los determinantes domésticos sugieren que la inflación subyacente se mantendrá positiva**, aunque en niveles moderados en 2015 (0,3% en promedio anual) (véase el Gráfico 3.25). Por el lado de la demanda, **el todavía elevado nivel de desempleo contendrá el surgimiento de tensiones inflacionistas**. Por el lado de la oferta, **se espera que el actual proceso de recuperación de competitividad de la economía española continúe**.

Aunque las expectativas de inflación siguen por debajo del objetivo del BCE, **tanto en Europa como en España los precios retomarán una trayectoria claramente ascendente durante el presente bienio** (1,4% y 1,0% en promedio anual para 2016, respectivamente). Como se adelantaba en los párrafos anteriores, a esto contribuyen notablemente las medidas extraordinarias que desde junio de 2014 ha venido aprobando la autoridad monetaria (reducción de tipos de interés, fomento la disponibilidad de crédito, programa extendido de compra de activos y de bonos garantizados).

Gráfico 3.25

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



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

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

### *Economista Jefe Economías Desarrolladas*

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

#### *España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com  
+34 91 374 39 61

Anabel Arador  
ana.arador@bbva.com  
+ 34 93 401 40 42

Joseba Barandiaran  
joseba.barandia@bbva.com  
+34 94 487 67 39

Mónica Correa  
monica.correa@bbva.com  
+34 91 374 64 01

Juan Ramón García  
juanramon.gl@bbva.com  
+34 91 374 33 39

Félix Lores  
felix.lores@bbva.com  
+34 91 374 01 82

Antonio Marín  
antonio.marin.campos@bbva.com  
+34 648 600 596

Myriam Montañez  
miriam.montanez@bbva.com  
+34 954 24 74 86

Virginia Pou  
virginia.pou@bbva.com  
+34 91 537 77 23

Juan Ruiz  
juan.ruiz2@bbva.com  
+34 646 825 405

Pep Ruiz  
ruiz.aguirre@bbva.com  
+34 91 537 55 67

Amanda Tabanera  
amanda.tabanera@bbva.com  
+34 91 807 51 44

Camilo Andrés Ulloa  
camiloandres.ulloa@bbva.com  
+34 91 537 84 73

#### *Con la colaboración de:*

*Escenarios Económicos*  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Europa*  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Sistemas Financieros*  
José Félix Izquierdo  
jfelix.izquierd@bbva.com

## BBVA Research

### *Economista Jefe del Grupo*

Jorge Sicilia

#### *Área de Economías Desarrolladas:*

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

#### *España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

#### *Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

#### *Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

#### *Área de Economías Emergentes:*

Alicia García-Herrero  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

#### *Análisis Transversal Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

#### *Asia*

Xia Le  
xia.le@bbva.com.hk

#### *México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

#### *Coordinación Latam*

Juan Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

#### *Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

#### *Chile*

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

#### *Colombia*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

#### *Perú*

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

#### *Venezuela*

Oswaldo López  
oswald\_lopez@bbva.com

#### *Sistemas Financieros y Regulación:*

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

#### *Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

#### *Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

#### *Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

#### *Política de Recuperación y Resolución*

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

#### *Coordinación Regulatoria Global*

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

#### *Áreas Globales:*

#### *Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

#### *Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

#### *Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

### Interesados dirigirse a:

BBVA Research  
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta  
28046 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
**www.bbvaresearch.com**  
Depósito Legal: M-31254-2000