

Situación España

3^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA



01 La economía española crecerá en torno al 3,1% en 2016, confirmando los sesgos sobre el escenario

02 El deterioro del entorno exterior, ligado principalmente al *brexit*, aconseja moderar las expectativas de crecimiento para 2017 hasta el 2,3%

03 El nuevo objetivo de déficit es alcanzable en 2016, pero se requieren medidas adicionales para cumplir el compromiso de 2017

04 El aumento de la vulnerabilidad apremia a reducir la incertidumbre sobre la política económica que se implementará en los próximos años

Índice

1 Editorial	3
2 Entorno global	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía española	8
4 Cuadros	28

Fecha de cierre: 5 de agosto de 2016

1 Editorial

Se confirman los sesgos al alza sobre el crecimiento del PIB español en 2016, y numerosos elementos anticipan sesgos a la baja en 2017. Se espera que el crecimiento alcance el 3,1% en promedio este año y el 2,3% el siguiente. Esto supone una revisión de 0,4pp del PIB y -0,4pp respectivamente frente a las previsiones de hace tres meses. Aunque los datos de actividad no muestran desaceleración alguna hasta el momento, la realización de ciertos riesgos externos e internos anticipa una ralentización durante los próximos trimestres. En todo caso, se espera que la recuperación y la creación de empleo continúen, dado el impulso de soportes como la política monetaria. Sin embargo, la vulnerabilidad de la economía española va en aumento. Es deseable que se definieran lo antes posible las políticas que se adoptarán durante los próximos años.

El crecimiento del PIB se mantiene en niveles anualizados alrededor del 3%, sin apenas signos de desaceleración y apoyado por la demanda interna y las exportaciones de servicios. En particular, durante el segundo trimestre de 2016, el producto aumentó el 0,7% t/t, por encima de lo previsto en el escenario de mayo de BBVA Research (0,6%). Más aún, los datos disponibles al cierre de esta publicación aumentan la probabilidad de que este nivel de crecimiento se mantenga durante el tercer trimestre o incluso se supere (hasta un 0,9% t/t de acuerdo al modelo MICA-BBVA). La fortaleza de la demanda interna, principalmente del consumo de las familias, continúa siendo el factor determinante de esta evolución a pesar de la elevada volatilidad, el ajuste a la baja en los mercados financieros y el mantenimiento de la incertidumbre sobre la política económica.

Asimismo, todo apunta a que la desaceleración del crecimiento de la inversión privada ha tocado fondo, al menos de momento. Por un lado, la inversión en vivienda ligaría ya nueve trimestres consecutivos de crecimiento, con un comportamiento sensiblemente mejor durante la primera mitad de 2016 respecto a lo observado en el segundo semestre de 2015. Por otro, tanto el gasto en maquinaria y equipo como las exportaciones de bienes parecen haber retomado impulso durante el segundo trimestre del año. Lo anterior se une a la continuación de un entorno que ha venido favoreciendo el crecimiento del turismo. El único componente de la demanda que lastra el impulso es la inversión en construcción no residencial, aquejada por los efectos de una política fiscal que ha decidido concentrar parte del ajuste de las cuentas públicas en el gasto en infraestructuras.

La evolución reciente de la economía de EE. UU. y la materialización de riesgos en Europa provocan una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de los países desarrollados, y por lo tanto, un deterioro de las perspectivas de las exportaciones españolas. En EE. UU., el decepcionante crecimiento del primer trimestre ha sido acompañado por la debilidad persistente de la inversión no residencial, por la incertidumbre asociada a las elecciones en noviembre, y particularmente, por el bajo incremento de la productividad. Esto ha confirmado que la recuperación sólo alcanzará tasas alrededor del 2,0% en 2016 y 2017, frente al 2,5% que se esperaba para ambos años hace tres meses. En la UEM, los indicadores de actividad apuntan a un comportamiento marginalmente mejor del previsto y justifican una revisión de 0,1pp al alza en la expectativa de crecimiento en 2016 hasta el 1,6%. Sin embargo, el resultado de la consulta sobre la permanencia del Reino Unido (*brexit*) en la Unión Europea tendrá efectos negativos sobre el PIB durante los próximos meses, lo que reduce la previsión de crecimiento de 2017 en 0,4pp hasta el 1,5%.

A corto plazo, el efecto del *brexit* en la economía española será limitado (entre 0,3 y 0,4pp del PIB en 2017). A este respecto, los dos principales canales de transmisión serán el comercial y el financiero (volatilidad en los mercados). Respecto al primero, la exposición total de España no es tan elevada como la de otros países de la Unión Europea. Sin embargo, hay sectores (agroalimentario, automoción, productos químicos y el turístico) y regiones (Aragón, Baleares, Canarias, Comunitat Valenciana, La Rioja, Murcia y

Navarra) que pueden verse especialmente afectadas. En particular, el descenso previsto de la demanda británica y la depreciación de la libra frente al euro supondrán un lastre para el crecimiento de las exportaciones durante los próximos meses. Por otro lado, el *brexit* ha abierto un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros, aunque por ahora temporal y sin haber llegado a ser un evento sistémico (como, por ejemplo, la quiebra de Lehman Brothers en 2009). En su conjunto, ambos canales tendrán un impacto negativo sobre la actividad y, principalmente, sobre las exportaciones españolas, que aumentarán un 1,0% menos en 2017 como consecuencia de lo anterior. Asimismo, el impacto negativo sobre el PIB del próximo año varía entre 0,3pp para las comunidades autónomas menos expuestas y 0,5pp para las más.

A los riesgos externos, se une la realización de algunos internos y el agotamiento de los vientos de cola. Esto debería llevar a una ralentización del crecimiento durante los próximos trimestres. El desequilibrio en las cuentas públicas continúa constante alrededor del 5% del PIB (acumulado 12 meses), lo que ha obligado a un replanteamiento de los objetivos a corto y medio plazo. La nueva meta de déficit a finales de 2016 (4,6% del PIB) es creíble, dadas las medidas tomadas hasta el momento y las perspectivas de crecimiento para el año. En todo caso, de cumplirse estrictamente las políticas anunciadas, el gasto público se ajustaría en el segundo semestre del año y lastraría el crecimiento de la demanda interna. Por otro lado, el crecimiento del consumo y de la inversión continúa reflejando niveles difícilmente justificables por la dinámica que muestran el empleo y la renta salarial. A este respecto, el agotamiento de la demanda embalsada durante el período de crisis puede estar próximo a su término.

A pesar de lo anterior, la recuperación continuará, gracias en parte al mantenimiento de una política monetaria expansiva por un período prolongado de tiempo. El entorno descrito ha hecho que los bancos centrales redoblen su compromiso con apoyar el crecimiento. En el caso del BCE, es posible que durante los próximos meses se observen cambios en el programa de compra de activos y que este último se extienda más allá de marzo de 2017. Lo anterior debería dar certidumbre, tanto al sector privado como al público, sobre el mantenimiento de un período largo de bajos tipos de interés, que permitirá la continuación del desapalancamiento de los agentes españoles o la toma de crédito en términos ventajosos para quien pueda absorberlo. Dada la solvencia del sector financiero español, los mecanismos de transmisión de la política monetaria no se encuentran obstruidos, como sí parecen estarlo en otras economías de la periferia europea. Esto es una ventaja comparativa que debería ser aprovechada por las empresas españolas que pueden acceder a crédito a tipos bajos. Asimismo, el precio del petróleo continuará en niveles relativamente bajos, lo que junto con la recuperación que se espera en el crecimiento de los países emergentes para el siguiente año y el aumento de la inversión, debería apoyar las exportaciones pese al menor crecimiento en países desarrollados. Finalmente, el aumento de la incertidumbre geopolítica continúa beneficiando al sector turístico español, que mantendrá su aportación positiva al crecimiento durante los próximos meses.

Con todo, la vulnerabilidad de la economía española aumenta y se vuelve necesario tener certidumbre lo más pronto posible sobre las políticas a implementar durante los próximos años. A nivel externo, se ha incrementado la periodicidad de eventos negativos, tanto relacionados con los mercados financieros como en el contexto geopolítico. En España, aunque el nuevo objetivo de déficit acordado para 2016 es creíble, su cumplimiento en 2017 requerirá la implementación de medidas en torno al 0,5% del PIB. Definir la composición del ajuste será crucial para saber cuál será el impacto sobre la economía y la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo. Por otro lado, parte del diferencial de crecimiento que muestra el país respecto a otras economías europeas se debe a las reformas implementadas en años anteriores. El agotamiento de los impulsos observados durante los últimos trimestres puede incrementar la vulnerabilidad de la economía española ante la indefinición de las políticas que habrán de implementarse durante los próximos años. Continuar con el proceso de mejoras ante la pérdida de espacio que enfrentan las políticas fiscal y monetaria puede ser la única respuesta para mantener el crecimiento y la creación de empleo en España.

2 Entorno global

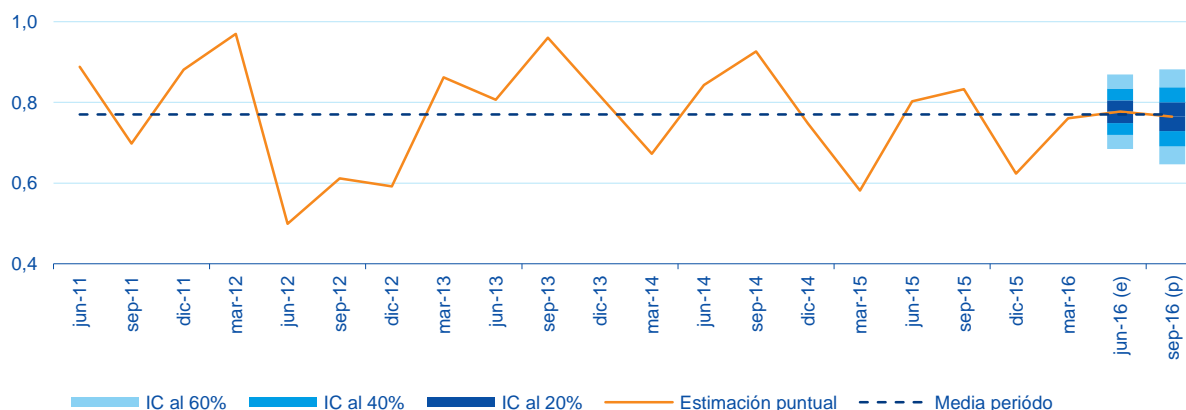
Durante los últimos tres meses, la economía global ha mantenido una expansión moderada, con tasas de crecimiento en torno al 3% anualizado. Sin embargo, se ha materializado uno de los riesgos que se mencionaban en la anterior edición de esta publicación -el resultado en favor del *brexit* en junio-, lo que implica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento, principalmente en Europa. Por otro lado, el trimestre también estuvo marcado por la decisión de la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) de retrasar el proceso de normalización de los tipos de interés ante las dudas sobre la situación coyuntural de la economía americana, su crecimiento a largo plazo y los riesgos globales.

La coyuntura económica global mejoró en el primer semestre del año

El crecimiento mundial se habría mantenido cercano a la media de los últimos cinco años durante el segundo trimestre (0,8% t/t según el indicador BBVA-GAIN). Esta evolución corrobora que a la economía mundial le cuesta superar un crecimiento que se percibe bajo cuando se lo compara con los niveles precrisis. Hacia delante, los indicadores de actividad más recientes parecen confirmar la continuidad de esta tendencia. Lo anterior, junto con la reducción de las tensiones financieras tanto en países desarrollados como en emergentes, apunta a un tercer trimestre de 2016 no muy diferente a los dos primeros (BBVA-GAIN: 0,8% t/t), lo cual es consistente con un crecimiento global para 2016 del 3,1% (véase el Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1

Crecimiento del PIB global: datos observados y previsiones del modelo BBVA-GAIN (% t/t)



(e): estimado, (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de FMI

Las repercusiones del *brexit* sobre los mercados financieros y la actividad condicionan la política monetaria

La incertidumbre asociada al impacto potencial del *brexit* y el refuerzo del sesgo bajista en las políticas monetarias de los principales bancos centrales han marcado la dinámica de los mercados financieros durante el último trimestre. **El *brexit* trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de activos, y un castigo particularmente intenso a las cotizaciones del sector corporativo europeo en bolsa. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico:** los índices BBVA de tensiones financieras para economías desarrolladas y emergentes corrigieron en las primeras semanas de julio todo el deterioro observado entre mayo y junio. **La respuesta de los bancos centrales, retrasando el proceso de normalización de los tipos de interés** (es el caso de la Fed) o manteniendo la

predisposición a reforzar su esquema de estímulos (BCE, BoE y Banco de Japón), ha ayudado a amortiguar el efecto del *bretxit* y ha sido determinante para explicar la fuerte caída de rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo de países como EE. UU. o Alemania, ambas en niveles mínimos de los últimos años.

En esta ocasión, y a diferencia de otros episodios de inestabilidad financiera, **los mercados emergentes han mostrado una mayor resistencia**. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tipos de interés muy reducidos y el alivio generado por el retraso de la Fed sobre las condiciones de financiación, han fomentado la **reorientación de flujos de capital hacia el bloque emergente**. De hecho, en las primeras semanas de julio, los países emergentes recibieron las mayores entradas de capital extranjero desde 2013. Por el contrario, los mercados de acciones, sobre todo los de las economías desarrolladas, continuaron sufriendo las dudas sobre la recuperación del ciclo de beneficios empresariales y el peor comportamiento relativo del sector bancario en regiones como Europa.

No obstante, el shock político sí ha sido importante en el Reino Unido. Probablemente, su impacto sobre la confianza llevará a la economía británica a una recesión puntual, pero su efecto estimado a corto plazo sobre el resto de Europa será relativamente contenido (entre tres y cuatro décimas de menor crecimiento en 2017), sobre todo por el canal comercial. En el resto del mundo el impacto será casi imperceptible. El mayor riesgo de incidencia global derivado del referéndum es su potencial contagio político al resto de Europa, que está aún por determinar.

El crecimiento se revisa a la baja en EE.UU. y se demora el proceso de normalización de tipos de la Fed

En EE. UU., varios factores aconsejan revisar a la baja la previsión de crecimiento en 2016 y 2017 hasta el entorno del 2%. Entre ellos están el crecimiento decepcionante en el primer trimestre (1,1% anualizado), la persistente debilidad de la inversión no residencial, la incertidumbre asociada a las elecciones en noviembre y los riesgos globales. **Adicionalmente, la Fed ha mostrado en sus últimas reuniones mayores dudas sobre el potencial de crecimiento de la productividad y del PIB de la economía americana a largo plazo**, lo que implica una mayor incertidumbre sobre dónde se encuentra el nivel de los tipos de interés de equilibrio. Esto, unido a los riesgos de la economía global, ha **hecho retrasar el proceso de normalización de tipos**. En este contexto, se prevé ahora que la autoridad monetaria anuncie sólo una subida adicional este año (probablemente, en diciembre dado el calendario electoral), y dos en 2017, frente a las dos y cuatro, respectivamente, que se esperaban hace tres meses.

China sigue marcada por una desaceleración y riesgos a largo plazo

En China, los temores a una desaceleración brusca de la economía se han disipado parcialmente tras la estabilización del crecimiento del PIB en el 6,7% durante el segundo trimestre del año, algo mejor de lo esperado, apoyada en un consumo sólido y el aumento del crédito. **Señales menos optimistas provienen de la debilidad de la inversión**, sobre todo privada y en aquellos sectores con sobrecapacidad, lo que podría representar el principio del esperado proceso de desendeudamiento.

La política monetaria mantendrá una postura acomodaticia. Es posible que se decida bajar otras tres veces el coeficiente de reserva de capital y llevar a cabo un recorte adicional del tipo de interés de referencia en lo que queda de año. **Con todo, se mantiene la previsión de una moderada desaceleración del crecimiento hasta el 6,4% en 2016** (desde el 6,9% en 2015) **y al 5,8% en 2017**. En todo caso, continúan los riesgos a corto plazo sobre la estabilidad financiera, mientras que a largo plazo se mantienen las dudas debido al lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave.

La eurozona se verá afectada de manera limitada por el *brexít*, aunque persisten numerosos riesgos

En la zona del euro, el fuerte crecimiento registrado en el primer trimestre respondió a factores transitorios, por lo que la recuperación continuó a un ritmo moderado en el segundo trimestre (0,3% t/t). Este mejor desempeño de la economía durante el primer semestre hace que se revise marginalmente al alza la **previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2016 al 1,6%**. Sin embargo, el aumento reciente en el precio del petróleo y, sobre todo, el resultado de la votación sobre la permanencia del Reino Unido en la UE justifican una revisión a la baja de 0,4pp en la **previsión de crecimiento de 2017 hasta el 1,5%**.

Los riesgos en Europa continúan sesgados a la baja y son predominantemente de carácter político: a la incertidumbre sobre el *brexít* se une el **posible contagio político a otros estados miembros**, con elecciones en varios países en 2017 (Holanda, Francia y Alemania) y, sobre todo, un **referéndum constitucional en Italia** en octubre. A esto último, se añade la delicada situación del sistema bancario italiano. Los riesgos también persisten (aunque menores) en Grecia.

En cuanto a la política monetaria, la postura más acomodaticia del resto de bancos centrales y las potenciales repercusiones del *brexít* sobre la economía de la eurozona han reforzado la **disposición del BCE a adoptar nuevas medidas de estímulo en caso de ser necesario**. El hecho de que las compras de bonos corporativos y la primera subasta del TLTRO II han tenido lugar apenas el pasado mes de junio le concede al BCE cierto margen de maniobra para analizar sus efectos antes de considerar un cambio sustancial del **programa de expansión cuantitativa (QE)**. **Lo que no se descarta es la extensión de su duración hasta, al menos, septiembre de 2017 (vence en marzo de ese año) y la introducción de algunos ajustes**, como el incremento de los límites de adquisición por emisor en el caso de bonos sin cláusulas de acción colectiva para sortear la escasez de títulos en plazos que ya ofrecen rentabilidades negativas. En principio, recortes adicionales de la facilidad marginal de depósito (en el -0,4%) son menos probables.

3 Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación no cede terreno en 2016, pero se moderará en 2017

La recuperación de la economía española cumplió tres años al cierre del primer semestre de 2016. A pesar de una coyuntura nuevamente marcada por la incertidumbre, **el crecimiento de los trimestres centrales del año está siendo superior al que se esperaba** a comienzos del ejercicio. Entre los factores que avalan esta evolución destacan, a nivel doméstico, la mejora del mercado laboral y de las condiciones de financiación, así como el tono expansivo de la política fiscal y el grado de avance de la corrección de los desequilibrios internos¹. A nivel externo, han contribuido la política monetaria expansiva del BCE, la mejora gradual de la demanda global y, a pesar de su reciente recuperación, los todavía relativamente bajos precios del petróleo.

Sin embargo, **las perspectivas sobre el entorno exterior de la economía española se han visto ensombrecidas por el resultado de la consulta sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (brexit) al cierre del segundo trimestre**. A corto plazo, este evento tendrá un efecto negativo sobre la actividad, a través de canales directos (flujos comerciales y volatilidad en mercados financieros) e indirectos (menor demanda global). Por otro lado, la falta de reducción en el desequilibrio de las cuentas públicas ha hecho que el Gobierno en funciones tome medidas adicionales, que junto a las anunciadas el pasado mes de abril, supondrán un lastre para la actividad económica. Más aún, el entorno de elevada incertidumbre sobre la política económica se mantiene, siendo particularmente importante que se resuelva dado el compromiso de reducir el déficit a niveles en torno al 3% del PIB a finales del año siguiente.

En resumen, los fundamentos de la economía española confirman el sesgo al alza que se adelantaba hace tres meses y avalan un **avance del PIB mayor que el previamente estimado por BBVA Research para 2016 (3,1% frente al 2,7%)**. Sin embargo, los nuevos elementos en el escenario inducen una revisión **a la baja en las expectativas para 2017 (de -0,4pp hasta 2,3%)**. Este ritmo de crecimiento permitirá crear alrededor de 800.000 puestos de trabajo en el conjunto del periodo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 18,2%². Finalmente, aunque el escenario presentado en este informe incorpora revisiones negativas en las previsiones de crecimiento para 2017, **se siguen percibiendo riesgos a la baja**.

El crecimiento de la economía española mejoró las expectativas en 2T16

A falta de conocer los resultados detallados, la estimación avance del PIB, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), confirmó que **el crecimiento se moderó en 2T16 (hasta el 0,7% t/t; 3,2% a/a), aunque menos de lo que se esperaba a principios del trimestre**³. De este modo, la economía cumplió tres años con expansión de la actividad, a pesar de la elevada incertidumbre tanto interna como externa.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, **los indicadores parciales de coyuntura señalan que la mejora de la actividad habría vuelto a recaer en la demanda doméstica (0,8 pp t/t)** (véase el Gráfico 3.1). En contrapartida, **la demanda externa neta habría hecho una contribución ligeramente negativa al crecimiento (-0,1 pp t/t)**, ya que la recuperación de las exportaciones se habría visto más que compensada por el repunte de las importaciones.

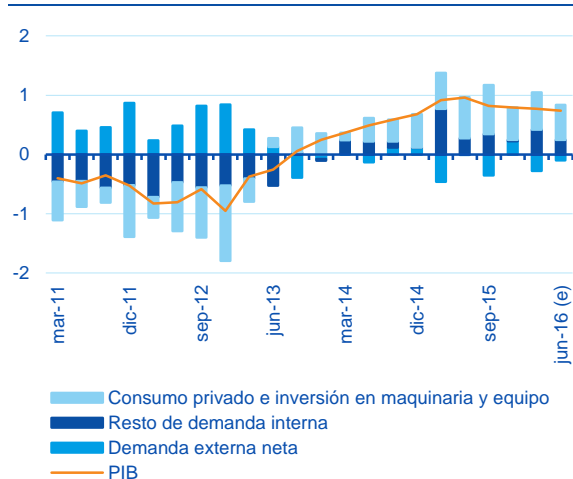
1: Por ejemplo el endeudamiento por cuenta corriente o la sobreoferta inmobiliaria.

2: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo medio anual del 2,5 y la tasa de paro se situará en torno a 18,5% en 2017.

3: La Contabilidad Nacional Trimestral del 2T16 se publicará el 25 de agosto, siendo posible la revisión de la estimación avance.

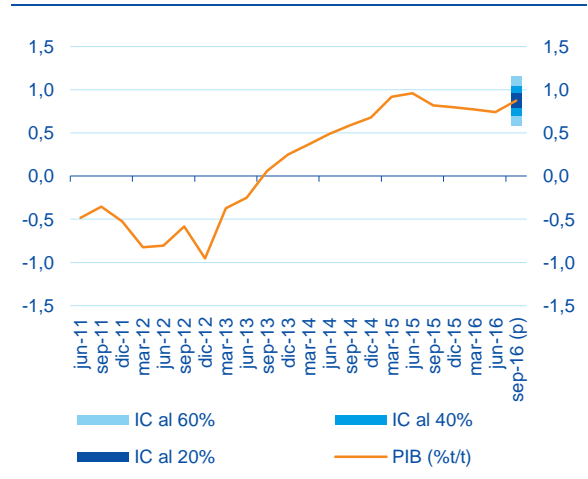
De cara al tercer trimestre, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que la recuperación de la economía española prosigue sin grandes sobresaltos (previsión MICA-BBVA⁴: 0,9% t/t) (véase el Gráfico 3.2). No obstante, la incertidumbre se mantiene elevada, tal y como lo evidencian los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), que desde hace un año reflejan un menor optimismo en las expectativas de crecimiento (véanse los Gráficos 3.3 y 3.4).

Gráfico 3.1
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



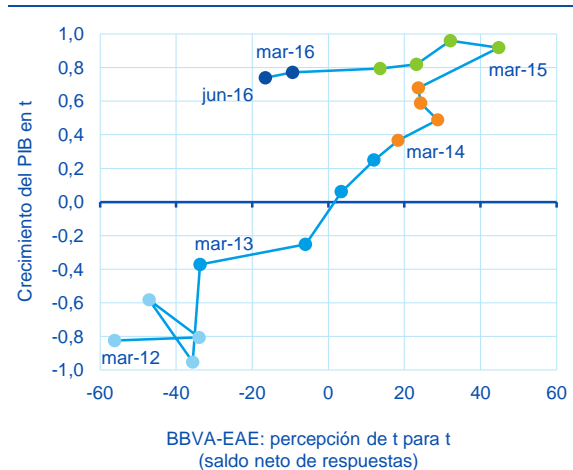
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



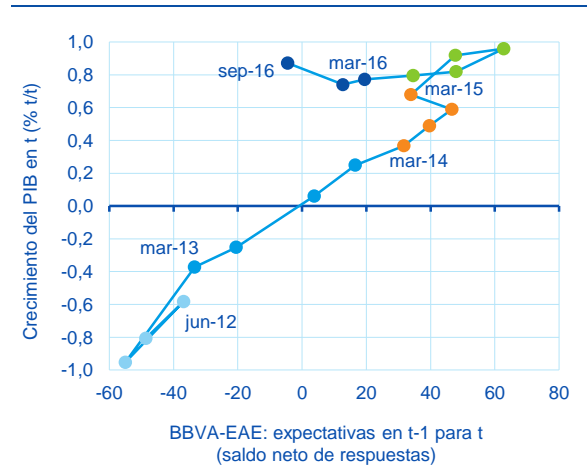
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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

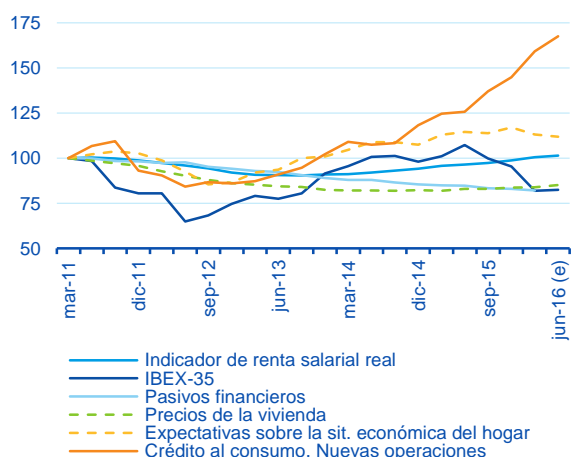
4: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>

La demanda doméstica privada sorteó la incertidumbre

El consumo privado habría vuelto a aumentar en el segundo trimestre. El dinamismo de las matriculaciones de turismos, las ventas interiores de grandes empresas y el comercio al por menor de bienes duraderos revela que el gasto de los hogares continuó creciendo en el 2T16, apoyado en la evolución favorable de algunos de sus determinantes. Como ilustra el Gráfico 3.5, la creación de empleo ha impulsado la renta salarial de las familias entre abril y junio, lo que ha contribuido a la recuperación de su capacidad adquisitiva. Del mismo modo, las nuevas operaciones de crédito al consumo habrían vuelto a crecer a tasas de dos dígitos. Por el contrario, la atonía de las cotizaciones bursátiles habría reducido la contribución de la riqueza neta al crecimiento del gasto por tercer trimestre consecutivo, pese al descenso previsto de los pasivos financieros y el incremento del precio de la vivienda. Además, la percepción de los hogares sobre la situación económica retrocedió durante el 2T16.

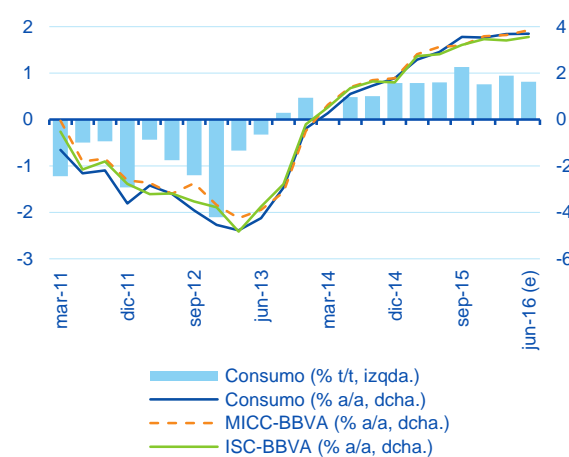
Como resultado, tanto el indicador sintético de consumo (ISC-BBVA) como el modelo de indicadores coincidentes de consumo (MICC-BBVA) señalan que **el gasto de los hogares habría aumentado en torno al 0,8% t/t en el segundo trimestre**, en línea con lo observado durante el primero (véase el Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5
España: determinantes del consumo
(Datos CVEC. 1T11 = 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



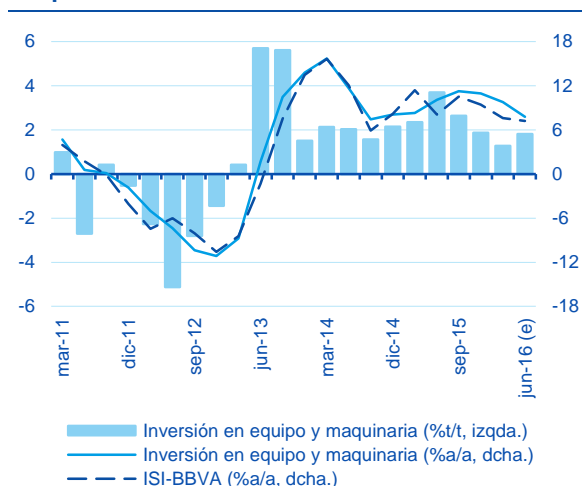
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inversión en maquinaria y equipo habría ganado tracción en el 2T16 tras tres trimestres de desaceleración del crecimiento. Todos los indicadores parciales de esta partida de la demanda mejoraron entre abril y junio, excepto la confianza industrial. En particular, destacaron la recuperación de la venta de vehículos industriales, tras la contracción observada en los tres primeros meses del año, el crecimiento de la cartera de pedidos de bienes de equipo y el dinamismo de las importaciones de bienes de capital. De esta manera, **el indicador sintético de inversión (ISI-BBVA) respalda un aumento del 1,8% t/t (7,8% a/a) de la inversión en maquinaria y equipo en el 2T16** (véase el Gráfico 3.7).

Por su parte, el crecimiento de la inversión en vivienda habría sido ligeramente menor que en el primer trimestre del año. Así lo sugiere la caída de los visados de obra nueva respecto al 1T16, el menor consumo de cemento (probablemente asociado al deterioro de la obra pública) y el fuerte deterioro de la confianza de los productores en el segundo trimestre. Pese a todo, el mercado de trabajo en el sector continuó recuperándose, incluso con algo más de intensidad que en los tres primeros meses del año. En conjunto, **el indicador sintético de inversión en construcción de vivienda (ISCV-BBVA) sugiere un crecimiento del 0,9% t/t (3,2% a/a) en el 2T16** (véase el Gráfico 3.8).

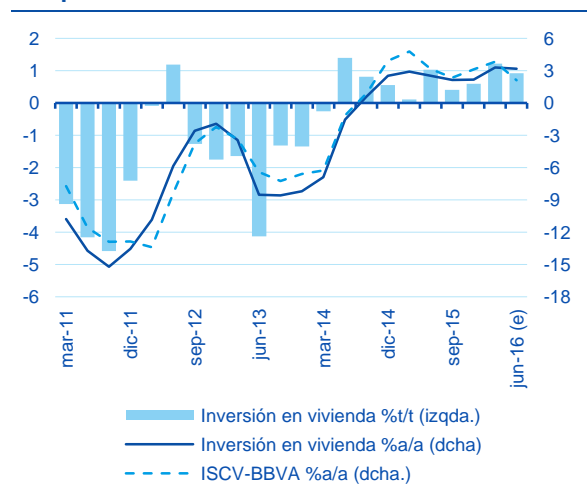
Por otro lado, el buen tono de los visados de obra nueva de uso no residencial observado en la última parte del pasado año sugiere que la inversión privada estaría liderando la inversión en construcción no residencial. De esta forma, **se estima que la inversión en otras construcciones habría crecido en torno al 0,2% t/t (0,6% a/a) en el 2T16.**

Gráfico 3.7
España: datos observados y estimaciones 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 estimaciones en tiempo real de la inversión en vivienda



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

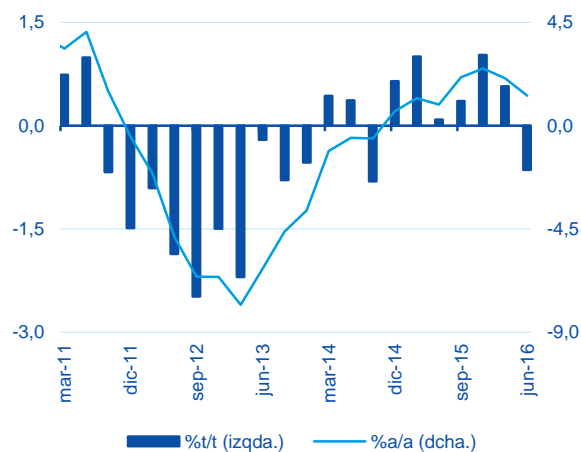
La demanda pública se mantuvo al alza a lo largo del primer semestre

Tras repuntar más de lo esperado en el primer trimestre, se estima que la demanda pública continuó presentando un crecimiento elevado durante el segundo. Así, los datos de ejecución presupuestaria de las administraciones públicas hasta mayo (excluidas las corporaciones locales) confirman que el gasto nominal en consumo público avanzó a un ritmo similar al de los meses anteriores, a pesar de que el número de asalariados en el sector público se redujo el 0,6% t/t CVEC en el 2T16 según la Encuesta de Población Activa (EPA) (véase el Gráfico 3.9). En balance, el modelo de indicadores coincidentes del consumo público (MICG-BBVA)⁵ señala que **el gasto en consumo final real de las administraciones públicas habría cerrado el segundo trimestre creciendo en torno al 0,8% t/t (2,2% a/a)**, incremento similar al del trimestre precedente (véase el Gráfico 3.10).

En contrapartida, la reducción de la licitación oficial registrada a lo largo del segundo semestre de 2015 apunta a una **moderación de la inversión pública en los próximos trimestres.**

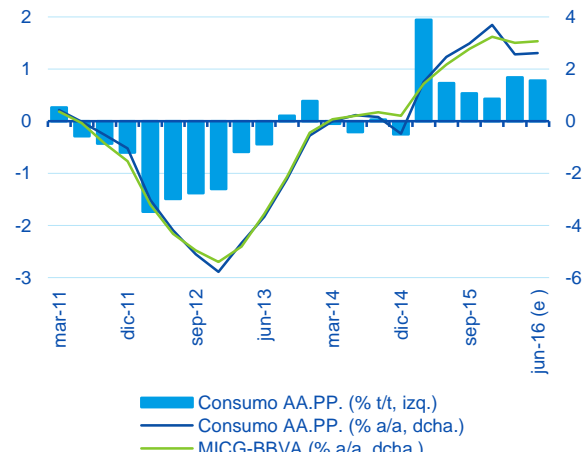
5: El MICG-BBVA es un modelo factorial dinámico elaborado por BBVA Research que proporciona estimaciones en tiempo real del consumo público a partir de su propia historia y de la información mensual y trimestral de gastos de las AA.PP. (excluyendo CC.LL.), publicados por el MINHAP. En particular, el gasto en salarios, consumos intermedios, transferencias en especie y la producción pública de bienes y servicios.

Gráfico 3.9
España: asalariados del sector público (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.10
España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de las AA.PP.

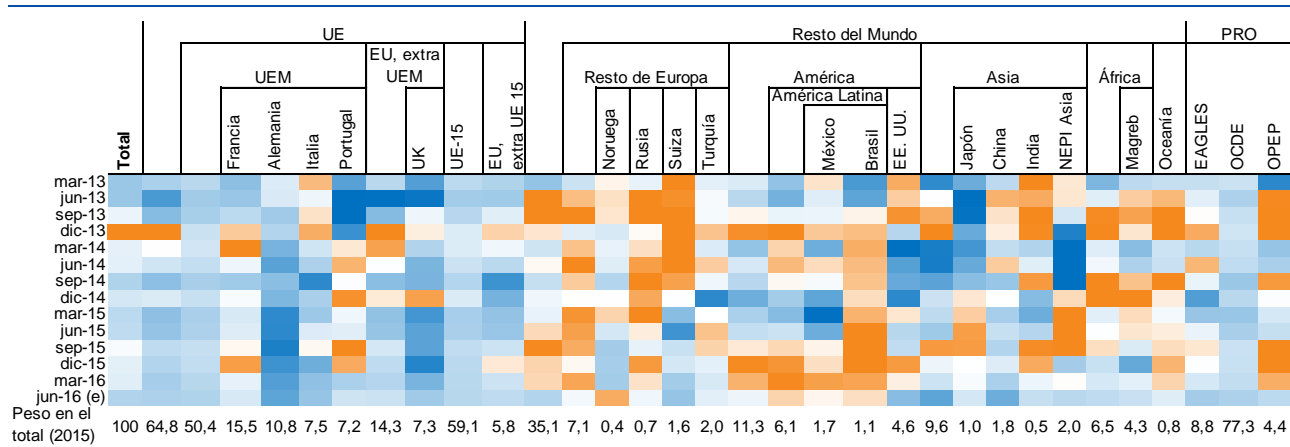


(e) Estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MINHAP

Los flujos comerciales recuperaron tracción en el 2T16

El comercio exterior español se enfrentó durante el segundo trimestre a un contexto global marcado por una elevada incertidumbre que, desde finales de junio, se vio acentuada por las incógnitas en torno a la futura salida del Reino Unido de la Unión Europea. A pesar de ello, el crecimiento mundial se mantuvo positivo y propició la recuperación de las exportaciones españolas tras un comienzo de año decepcionante. En particular, los indicadores disponibles de comercio exterior apuntan a un crecimiento elevado de las exportaciones de bienes en el 2T16 (2,3% t/t, 3,9% a/a) después del estancamiento observado en el 1T16. Por destino, el Gráfico 3.11 muestra que la tendencia al alza de las ventas a la mayor parte de los países europeos, a EE.UU., y a China, estaría compensando la menor demanda extracomunitaria (principalmente, desde países emergentes, como Rusia, México y Brasil).

Gráfico 3.11
España: exportaciones de bienes (% t/t, tendencia)

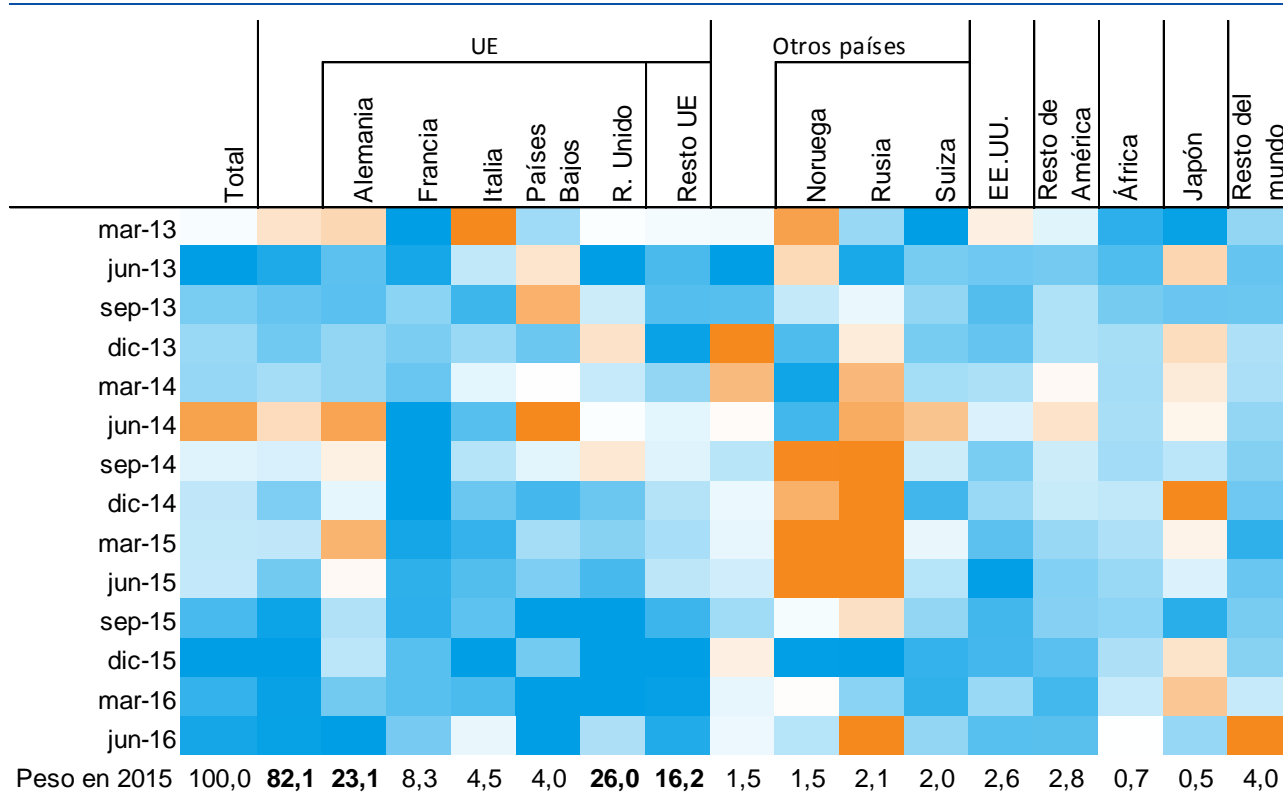


(e) estimación.
Nota: Un azul más intenso indica un valor más positivo. Un naranja más intenso indica un valor más negativo.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Aduanas

Respecto a las exportaciones de servicios totales, la información conocida del segundo trimestre apunta a una recuperación (1,6% t/t; 5,6% a/a) tras la inesperada caída de comienzos de año (-1,7% t/t). En lo que respecta al turismo, se estima que el consumo de no residentes en territorio nacional habría vuelto a tasas positivas (1,1% t/t; 4,9% a/a), dejando a atrás la corrección temporal a la baja registrada en el 1T16 (-1,0% t/t). Las pernoctaciones de turistas extranjeros en hoteles se aceleraron dos puntos hasta el 3,6% t/t en el 2T16, manteniéndose la tendencia positiva para los principales países de origen (véase el Gráfico 3.12). Igualmente, se estima una evolución favorable de las exportaciones de servicios no turísticos (1,9% t/t; 6,1% a/a), que revertiría parcialmente la caída observada en los primeros tres meses del año (-2,2% t/t).

Gráfico 3.12

España: pernoctaciones de turistas extranjeros en hoteles (% t/t, tendencia)



Nota: Un azul más intenso indica un valor más positivo. Un naranja más intenso indica un valor más negativo.
Fuente: BBVA Research a partir de IET e INE

A pesar de lo anterior, **los datos de coyuntura del segundo trimestre anticipan una aportación nula de la demanda externa neta al crecimiento**. Si bien las exportaciones de bienes y servicios habrían crecido con fuerza (2,1% t/t; 4,3% a/a), su dinamismo se habría visto compensado por la aceleración de las importaciones (de 2,1pp hasta el 2,4% t/t; 6,3% a/a).

Tras cumplir tres años con superávit en la balanza por cuenta corriente, la evolución reciente de los agregados del sector exterior sugiere que la consolidación de los saldos positivos continúa apoyándose en la disminución gradual de los déficits estructural y energético. Así, el **superávit por cuenta corriente podría haber alcanzado el 1,5% del PIB acumulado anual al cierre del primer semestre** (1,4% del PIB en diciembre de 2015)⁶.

6: Véase el Observatorio Económico "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España" disponible en: <https://goo.gl/UzNSeu>

La recuperación del mercado laboral continuó

Descontadas las variaciones por causas estacionales, **el número de afiliados volvió a aumentar** el 0,8% t/t CVEC entre abril y junio, mientras que **el dinamismo de la contratación se acentuó** hasta el 2,3% t/t, tres décimas más que en el primer trimestre. Por su parte, **el paro registrado descendió** el 2,4% t/t CVEC, en línea con lo sucedido hasta marzo, y encadenó tres años de caídas⁷ (véase el Gráfico 3.13).

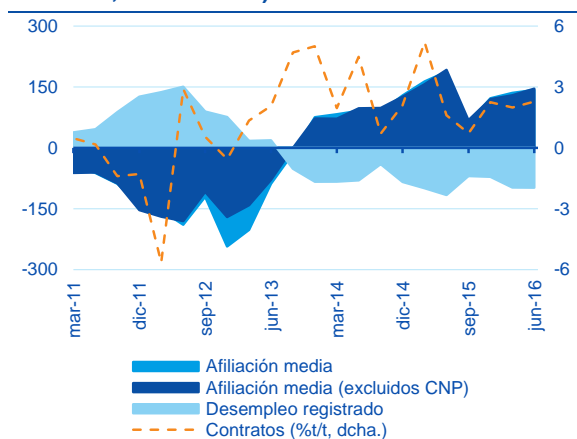
En líneas generales, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 2T16 confirmó la evolución del mercado laboral apuntada por los registros de afiliación y paro. Sin embargo, la creación de empleo fue menor que la esperada. La ocupación aumentó en 271.400 personas entre abril y junio, 125.000 menos de lo previsto. Descontada la estacionalidad favorable del periodo, se estima que el empleo creció en torno al 0,3% t/t, cinco décimas menos que en el trimestre precedente, lo que supone el peor dato desde el 1T14. Los servicios decepcionaron, pero todavía lideran el ascenso de la ocupación⁸.

La creación de empleo propició una caída de la tasa de paro (de un punto hasta el 20,0%), **a pesar del tibio crecimiento de la población activa** (54.700 personas). Cuando se elimina el efecto positivo de la estacionalidad, se estima que la tasa de desempleo disminuyó cuatro décimas hasta el 20% y se sitúa en cifras de mediados del año 2010. Desde su máximo cíclico alcanzado en el 1T13, la tasa de paro CVEC ha descendido 6,3 puntos porcentuales (véase el Gráfico 3.14).

A pesar de que el empleo indefinido creció por tercer trimestre consecutivo (86.400 miles de personas), el aumento de los asalariados con contrato temporal (166.200 miles de personas) provocó un **repunte estacional de siete décimas de la tasa de temporalidad hasta el 25,7%**. Corregido este factor, el porcentaje de asalariados con contrato temporal se estabilizó en torno al 25,7%, 3,1 puntos por encima de su mínimo cíclico alcanzado en el primer trimestre de 2013.

Gráfico 3.13

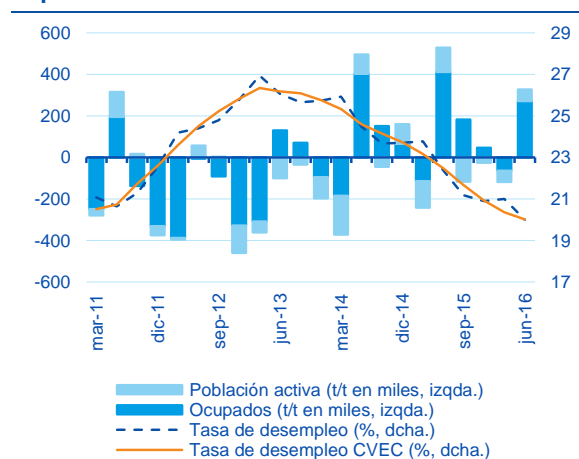
España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.14

España: indicadores del mercado laboral



Fuente: BBVA Research a partir de INE

7: Los registros de julio prolongaron la tendencia positiva del primer semestre. Descontada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 52.000 personas, mientras que la caída del desempleo fue de 42.000. Para más información, véase <https://goo.gl/ErGVdk>

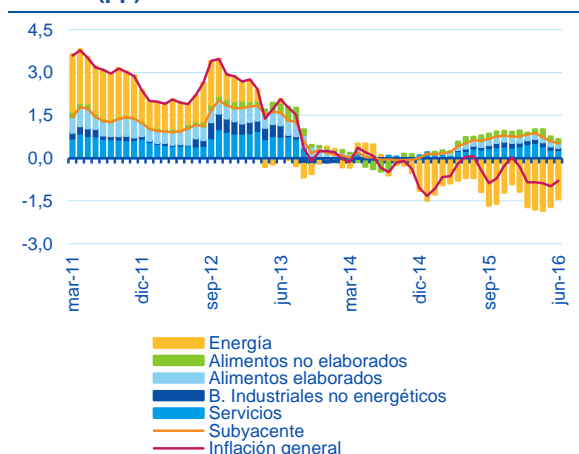
8: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 2T16 se encuentra en <https://www.bbva.com/publicaciones/epa-del-2t16-la-tasa-de-paro-cae-a-niveles-de-2010-pero-la-creacion-de-empleo-se-modera/>

La inflación subyacente acotó la caída de los precios al consumo

La variación de los precios generales al consumo se mantuvo en terreno negativo durante el 2T16 (-0,8% a/a en junio)⁹. La presión a la baja en la inflación siguió concentrándose en el componente energético (-11,6% a/a en junio), explicada por los bajos precios del petróleo (cerca de los 45 dólares por barril al cierre de este informe) y por la caída del precio del gas y la electricidad (-11,6% a/a y -13,5% en junio, respectivamente). En contrapartida, la inflación subyacente se mantuvo positiva, a pesar de sufrir una desaceleración de cuatro décimas entre marzo y junio (hasta el 0,6% a/a). Así, su aportación al crecimiento interanual de los precios se situó, en junio, cerca de los 0,5pp, mientras que la del componente residual en los -1,3pp (energía: -1,4pp y alimentos no elaborados: 0,1pp) (véase el Gráfico 3.15).

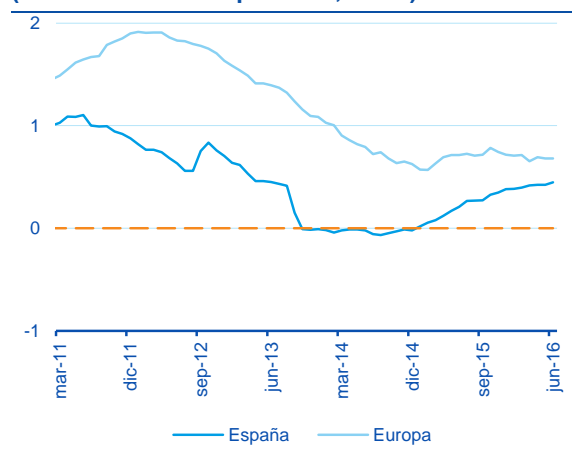
De acuerdo con las estimaciones de BBVA Research, el aumento subyacente de los precios tiene lugar en un contexto de inflación moderada y estable en Europa y, en consecuencia, las ganancias de competitividad-precio de la economía española se ven limitadas. Así, aunque se mantiene favorable, el diferencial de inflación tendencial respecto a la zona del euro ha mermado hasta los 0,2pp en junio, casi un punto por debajo desde su máximo en octubre de 2013 (véase el Gráfico 3.16)¹⁰.

Gráfico 3.15
España: contribución al crecimiento interanual 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

Las demandas salariales se mantuvieron estables durante el segundo trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se situó en el 1,1% a/a entre abril y junio, tanto en los convenios revisados plurianuales como en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 730.400 trabajadores¹¹. Como se aprecia en el Gráfico 3.17, el aumento de la retribución en el segundo trimestre fue similar al registrado en el primero, pero menor que el 1,5%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el conjunto del año¹².

9: El indicador adelantado del IPC señaló una moderación de 0,2pp en la caída de los precios descenso de la inflación general de 0,3pp hasta el -0,6% a/a en mayo, que se corresponde con un aumento de la inflación en los alimentos. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse mantenido estable en el 0,6% a/a. Para más detalles véase <https://goo.gl/bJI0G5>

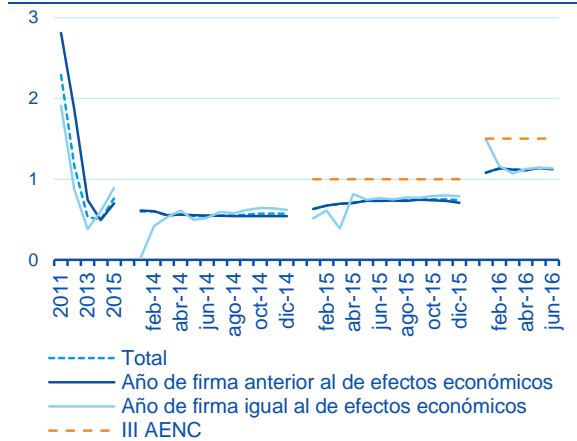
10: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0rIT8>

11: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 5,5 millones hasta junio cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2016 (4.841.000). Si bien esta cifra casi duplica la registrada hasta junio de 2015, no debe ser interpretada como un aumento de la cobertura de la negociación colectiva ya que, desde comienzos del año en curso, la Estadística de Convenios Colectivos también incorpora los convenios acordados pero todavía no registrados.

12: El III AENC, suscrito a comienzos de junio del pasado año por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno. Si bien el acuerdo no impone explícitamente la inclusión de cláusulas de revisión salarial, sí indica que el crecimiento salarial pactado en el bienio 2015-2016 deberá ser mayor que la suma de las inflaciones de ambos años.

Como ilustra el Gráfico 3.18, la ganancia de competitividad-coste respecto a la UEM impulsada por el proceso de moderación salarial desde el 1T12 parece haberse estabilizado en torno al 5%.

Gráfico 3.17
España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (%)

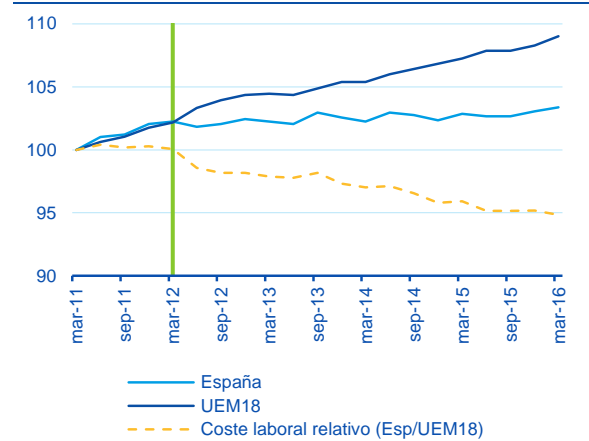


Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Los datos de 2015 y 2016 son provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con las de los años precedentes.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.18
UEM: coste laboral por hora efectiva de trabajo en la economía de mercado (1T11=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

El flujo de nuevo crédito se desacelera, pero el destinado al sector minorista se mantiene robusto

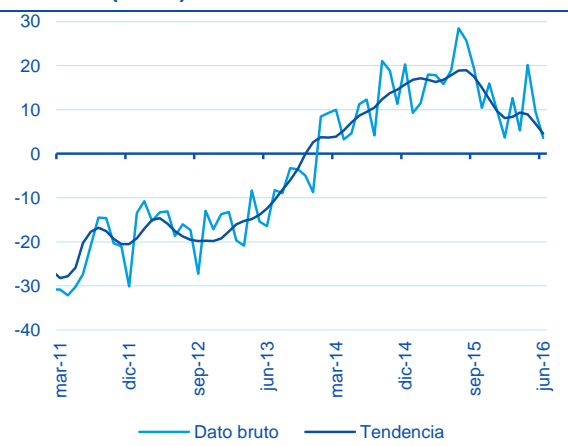
El stock de crédito al sector privado continuó disminuyendo en el segundo trimestre (-5,1% interanual en mayo). Igualmente, las nuevas operaciones concedidas prolongaron su tendencia a la baja y cerraron el primer semestre con un descenso medio del -9,8% a/a (-15,9% a/a en junio). Así, la financiación se ha visto arrastrada por el retroceso del crédito a empresas superior a 1 millón de euros (-40,2% a/a en el mes y -31,5% a/a en el acumulado enero-junio). El entorno de incertidumbre nacional e internacional, junto con la tendencia creciente a financiar sus necesidades mediante otras fuentes (con ahorro propio y, en menor medida, emisiones de deuda), está propiciando un menor recurso al crédito bancario por parte de las grandes empresas. Además, el programa de compra de deuda corporativa del BCE podría estar ayudando a abaratar la emisión de bonos y, por tanto, moderar la demanda de crédito bancario.

A diferencia del agregado, **el crédito a los sectores minoristas (familias y pymes) muestra un crecimiento robusto** y acumula una subida del 9,2% a/a en el primer semestre. El acumulado de la nueva financiación a pymes (aproximada por el crédito de menos de un millón de euros) aumenta el 4,5% a/a hasta junio, pero muestra ciertos signos de desaceleración (-1,2% a/a en junio). Por su parte, los créditos a hogares recuperan tracción y crecen el 19,6% en el primer semestre (13,9% en junio). Tanto los nuevos préstamos para adquisición de vivienda como los de consumo se incrementan a tasas de dos dígitos (31,0% y 33,2% a/a, respectivamente), mientras que la partida de resto disminuye el -9,8% a/a. De cara a los próximos meses cabe esperar que las tendencias actuales se mantengan. La financiación al sector minorista, que ya supone el 60% del nuevo crédito concedido en 2016, continuará aumentando, mientras que el retroceso de las operaciones a grandes empresas se estabilizará a lo largo del segundo semestre.

Por otra parte, el precio del nuevo crédito mantuvo su tendencia a la baja, aunque en algunas carteras parece haberse alcanzado un umbral mínimo, dados los bajos niveles de los tipos de referencia y la reducción de los márgenes. Así, por ejemplo, aunque la Tasa Anual Equivalente (TAE) de los tipos para adquisición vivienda se situó en junio en el 2,32% (18 pb menos que hace un año), evidencia cierta

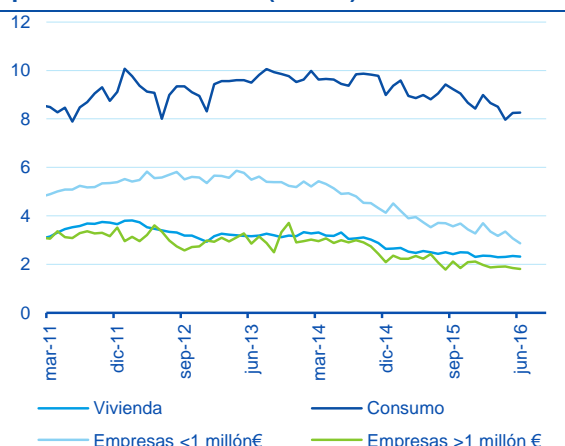
resistencia a la baja dada la importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo. Por su parte, los tipos del crédito de consumo se sitúan en el 8,26% TAE, 56pb por debajo de su nivel de un año antes. El tipo de interés de los nuevos créditos a pymes se ha reducido hasta el 2,87% (TAE, -65 p.b. en un año), mientras que el tipo de los créditos a grandes empresas se ha situado en el 1,81% (TAE, -61 p.b. en un año). La reducción del Euribor, así como los menores riesgos soberano y crediticio afrontados por las entidades han ayudado a esta evolución.

Gráfico 3.19
España, nuevas operaciones de crédito sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.20
España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Los sesgos sobre el escenario cristalizan: revisión al alza en 2016 y a la baja en 2017

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, el ritmo de avance observado a lo largo del año permite **mejorar la previsión de crecimiento de la economía española para 2016 (en 0,4pp hasta 3,1%)**. Sin embargo, algunos de los elementos incorporados en la actualización del escenario macroeconómico (*brexit*, medidas fiscales, incertidumbre sobre política económica) obligan a **moderar las expectativas para 2017 (en 0,4pp hasta el 2,3%)**. En todo caso, esta mejora de la actividad será suficiente para acumular una creación neta de empleo en torno a los ochocientos mil puestos de trabajo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 18,2% al final del periodo.

Con todo, el crecimiento continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. A pesar de las revisiones, a la baja en el crecimiento global, y al alza en el tipo de cambio del euro y los precios del petróleo, el entorno internacional seguirá apoyando el crecimiento de la demanda de exportaciones. Igualmente la demanda interna se verá impulsada por la recuperación de sus fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y las políticas fiscal y monetaria expansivas (véase el Cuadro 3.1). El aumento de la demanda final dará lugar a una expansión de las importaciones lo que, en el escenario más probable, se saldará con una **aportación prácticamente nula de la demanda externa neta al crecimiento.**

Cuadro 3.1.

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a indicación contraria)	3T15	4T15	1T16	2T16 (e)	2015	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	3,4	3,5	3,4	3,4	3,0	3,1	1,9
G.C.F Privado	3,5	3,5	3,7	3,7	3,1	3,3	1,9
G.C.F AA. PP.	3,0	3,7	2,6	2,6	2,7	2,5	1,8
Formación Bruta de Capital Fijo	6,7	6,4	5,2	4,0	6,4	3,9	3,5
Equipo y Maquinaria	11,2	10,9	9,8	7,8	10,2	7,0	3,8
Construcción	5,2	4,6	3,1	1,7	5,3	1,9	2,9
Vivienda	2,1	2,2	3,3	3,2	2,4	3,4	3,3
Otros edificios y Otras Construcciones	7,6	6,4	2,9	0,6	7,5	0,9	2,7
Demanda nacional (*)	4,1	4,1	3,8	3,7	3,7	3,4	2,2
Exportaciones	4,5	5,3	3,7	4,4	5,4	3,8	4,4
Importaciones	7,2	7,7	5,4	6,4	7,5	4,9	4,5
Saldo exterior (*)	-0,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,1
PIB real pm	3,4	3,5	3,4	3,2	3,2	3,1	2,3
PIB nominal pm	4,1	4,3	3,2	3,4	3,8	3,6	4,5
Pro-memoria							
Empleo total (EPA)	3,1	3,0	3,3	2,4	3,0	2,9	2,1
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	21,2	20,9	21,0	19,7	22,1	19,6	18,5
Empleo total (e.t.c.)	3,1	3,0	3,2	2,9	3,0	2,9	1,9

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

Los bajos precios del petróleo favorecerán al crecimiento, pero menos que lo esperado a principios de año

Durante el primer semestre del año el precio del petróleo empezó a corregir su trayectoria descendente, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 45 dólares por barril al cierre de esta publicación. Así, desde que iniciara la tendencia bajista hace dos años **la cotización del crudo ha acumulado una caída de un 58,5% hasta julio (el 47,3%, en euros) (véase el Gráfico 3.21).**

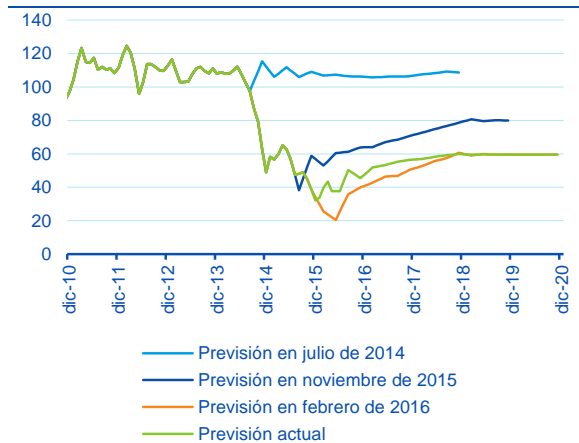
La información disponible indica que **el grueso del abaratamiento energético acumulado se corresponde con una ampliación de la oferta** y, en consecuencia, tiene un impacto neto positivo sobre la actividad¹³: amplía la renta disponible de los hogares y mejora los márgenes empresariales, lo que estimula tanto a la demanda como a la oferta agregada.

Con todo, las previsiones de BBVA Research apuntan a un aumento de **los precios hasta los 44 y 53 dólares por barril en 2016 y 2017 en media anual**, un 11% y 8% por encima de los valores estimados a principios de 2016 (30 y 45 dólares por barril, respetivamente). En consecuencia, **el soporte que proporcionan los bajos precios del petróleo al crecimiento podría alcanzar, en promedio, los 0,6pp durante el presente bienio**, aproximadamente la mitad que el estimado hace seis meses (véase el Gráfico 3.22)¹⁴.

13: Entre los factores de oferta destaca la producción de crudo no convencional en EE. UU. (*shale-oil*) y la inacción de la OPEP en lo que respecta a las cuotas productoras. Por el lado de la demanda también ha habido elementos de presión sobre los precios del crudo, vinculadas a la moderación de las expectativas de crecimiento mundial, principalmente en los países emergentes. Sin embargo, las estimaciones de BBVA Research sugieren que este factor ha jugado un papel secundario.

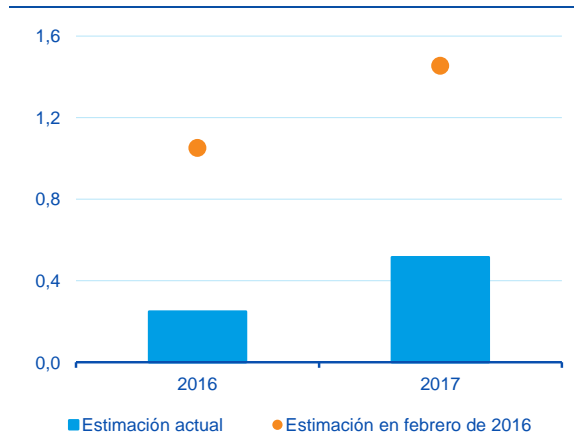
14: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/ijivP>

Gráfico 3.21
Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.22
España: impacto de la revisión a la baja del precio del petróleo causada por un aumento de la oferta (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base de hace seis meses)



Fuente: BBVA Research

La política monetaria acompaña a la recuperación

Ante los riesgos que penden sobre el crecimiento y la inflación, **el BCE ha revalidado su compromiso de utilizar, si fuera necesario, todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato.** En julio, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria mantuvo en mínimos históricos los tipos de interés de referencia (0,0%), de facilidad de depósito (-0,4%) y de préstamo marginal (0,25%). En lo que respecta a las medidas no convencionales, se mantendrán las compras mensuales de activos en 80.000 millones de euros hasta finales de marzo de 2017 o incluso posteriormente, si es necesario. No obstante el BCE ha dejado la puerta abierta para aplicar medidas de flexibilización adicionales en los próximos meses, siendo las más probables la ampliación del programa de compras de activos en combinación con el ajuste de los parámetros del mismo. La flexibilización de la política monetaria en Europa –junto con las expectativas de que la Reserva Federal dilate el proceso de normalización gradual de la política monetaria en los EE. UU– contribuyen a mitigar la volatilidad financiera avivada tras el *bretxit* y, sobre todo, a contener los riesgos sobre la recuperación.

Los flujos de crédito bancario retomarán la senda de recuperación

Hacia delante, es de esperar que el total de nuevo crédito frene su retroceso en los próximos trimestres, tanto por razones de demanda como de oferta. A expensas de que se atenúe el grado de incertidumbre interna y externa, se espera que la mejora de la situación económica de las empresas y los bajos tipos de interés incentiven la demanda de crédito. Por el lado de la oferta, contribuirán positivamente la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la política ultraexpansiva del BCE) y el menor riesgo de las carteras. La recuperación de las nuevas operaciones de crédito debería acompañar la mejora de la actividad económica, de forma que la banca atienda a la demanda solvente y en especial al sector minorista, más dependiente de la financiación bancaria.

La política fiscal seguirá siendo expansiva en 2016, pero tendría que cambiar para cumplir los objetivos presupuestarios en 2017

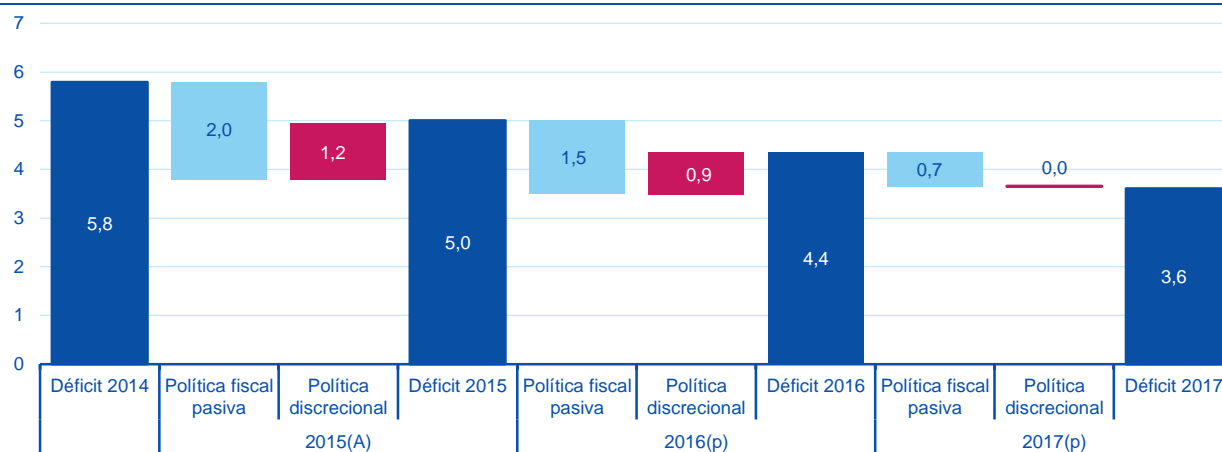
Siguiendo la senda iniciada en 2015, las administraciones públicas han aprovechado la recuperación de la actividad y la mejora de los costes de financiación para volver a acometer **una política fiscal ligeramente expansiva**¹⁵. De esta forma, se espera que durante 2016 el consumo público crezca un 2,3% en términos reales, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) lo haga en torno al 0,9%. En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal será prácticamente neutral en 2017**. Así, el crecimiento real del gasto en consumo público se moderará hasta el 1,8%, mientras la inversión en otras construcciones presentará una tasa de expansión en torno al 2,7%, impulsada por la inversión privada no residencial que compensará las perspectivas de desaceleración de la obra pública.

Las previsiones de BBVA Research sugieren que **la rebaja fiscal de 2015 y 2016 ha producido una caída estructural de los ingresos que, en el corto plazo, se verá parcialmente compensada por la recuperación de las bases imponibles**. Asimismo, el ciclo económico seguirá impulsando la recaudación, tanto de los impuestos sobre la producción como de las cotizaciones sociales. Por el lado del gasto, **se espera que el ajuste continúe a lo largo de los dos próximos años**, en gran medida por la mejora prevista en el mercado laboral –que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo– y por la disminución de los costes financieros.

En síntesis, **se prevé que el ciclo económico vuelva a favorecer la contención del déficit durante 2016, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor presión de la carga de intereses y de las prestaciones sociales**. Sin embargo, las políticas discrecionales ya adoptadas compensarán parte de la mejora cíclica, por lo que el déficit de 2016 se reducirá tan solo 0,6pp hasta el 4,4% del PIB, ligeramente por debajo del nuevo objetivo de estabilidad (4,6%). Para 2017 se espera que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, pero en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit se reduciría tan sólo hasta el 3,6% del PIB, y superaría el objetivo presupuestario fijado en el 3,1% (véase el Gráfico 3.23).

Gráfico 3.23

AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



(a): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

15: Entre las medidas aprobadas destaca la rebaja tributaria tanto del IRPF como del impuesto de sociedades, devolución de parte de la paga extraordinaria retirada en diciembre de 2012, aumento del 1% de los salarios públicos, etc.

Con todo, la política fiscal del próximo bienio estará condicionada por la resolución de la Comisión Europea en virtud del procedimiento de sanción por el incumplimiento de los objetivos de 2015. En virtud de las circunstancias económicas excepcionales, la Comisión dictaminó no sancionar a España y otorgarle un año más para corregir su déficit excesivo (hasta el 2,2% del PIB en 2018). Sin embargo, la decisión vino acompañada del requerimiento de una nueva ronda de ajustes estructurales (0,5% del PIB en 2017 y 2018), que permita la reducción permanente del déficit hacia la senda acordada. Por otro lado, aunque sigue pendiente de resolución, la retención de parte de los fondos europeos podría suponer una limitación a la expansión de la inversión

En este contexto, la aprobación de las medidas propuestas por el Gobierno durante el periodo de alegaciones compensará parte del efecto de las medidas de impulso fiscal en este año¹⁶. Sin embargo, la reducción del déficit hasta el 3,1% en 2017 requerirá de nuevos ajustes que garanticen una corrección duradera¹⁷.

El ímpetu de la demanda doméstica privada en 2016 dará paso a un menor crecimiento en 2017

Las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo positivas a pesar del aumento de la incertidumbre. La contribución de la riqueza financiera neta al crecimiento del gasto de los hogares será más modesta que en los años precedentes. Como ilustra el Gráfico 3.24, la evolución prevista de las cotizaciones bursátiles atenuará la importancia de las participaciones en el capital y en fondos de inversión, que han explicado casi un 70% del incremento de la riqueza financiera neta de las familias desde 2012. Por el contrario, la creación de empleo, la menor presión fiscal y la ausencia de presiones inflacionistas impulsarán la renta real disponible durante los próximos trimestres. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos también incentivarán el consumo privado. Además, las nuevas operaciones de financiación al consumo seguirán aumentando y sustentarán el gasto a corto plazo, sobre todo en bienes duraderos¹⁸. Como resultado, **el consumo privado crecerá alrededor del 3,3% en 2016**, seis décimas más de lo previsto hace tres meses.

El deterioro del escenario económico menoscaba las perspectivas de gasto de los hogares en 2017. El crecimiento del consumo rozará el 2% el próximo año, cuatro décimas menos de lo esperado en mayo. La revisión a la baja se explica por el menor dinamismo previsto de algunos de los determinantes del gasto, el agotamiento de factores transitorios que han incentivado el consumo hasta 2016 (como la rebaja fiscal), el repunte de los costes energéticos y las repercusiones de la incertidumbre. Al respecto, el aumento de la incertidumbre sobre las medidas de política económica que serán adoptadas durante los próximos años podría restar siete décimas al crecimiento del consumo privado¹⁹ en 2017 (Gráfico 3.25).

16: Por un lado, el establecimiento de un tipo mínimo para el pago fraccionado del impuesto de sociedades compensaría el mayor impacto negativo que sobre la recaudación del impuesto están teniendo las medidas aprobadas en 2016 (rebaja impositiva, retirada de las medidas temporales sobre los pagos fraccionados, etc.). Por otro lado, tal y como se desprende del informe de la AIReF (véase <http://goo.gl/6ciGKw>) el adelantamiento del cierre de los Presupuestos Generales del Estado a julio de 2016 vendría a corregir parte de la no ejecución de la totalidad del acuerdo de no disponibilidad anunciado.

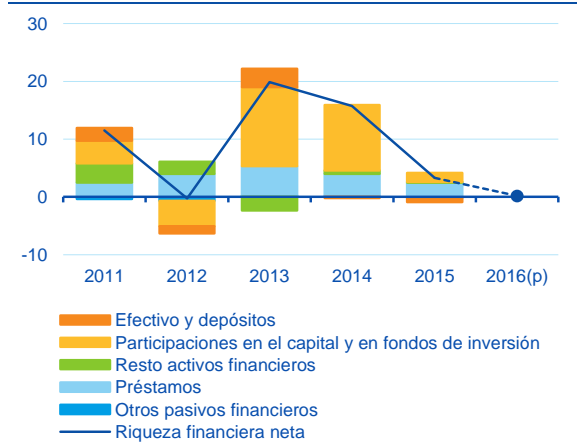
17: Las resoluciones de la Comisión Europea se encuentran disponibles en <http://goo.gl/u4QN2x> y <http://goo.gl/nd4Qxs>

18: Véanse las secciones 3 y 4 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2016, disponible en <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-consumo-primero-primero-2016/>

19: Los consumidores alteran sus patrones de gasto y ahorro si tienen dudas sobre cómo las medidas de política económica influirán en su renta futura. Por ejemplo, la posibilidad de que la presión fiscal sobre un determinado bien o servicio cambie puede motivar un adelantamiento o un aplazamiento de su demanda. Pero además de su efecto directo sobre las intenciones de compra, la incertidumbre política influye indirectamente en el consumo a través de sus consecuencias sobre la creación de empleo. En concreto, las empresas pueden modificar sus planes de inversión, de contratación y de despido cuando el grado de incertidumbre sobre la política económica cambia, lo que condiciona, tarde o temprano, las decisiones de gasto de los hogares. Para más detalles, véase el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2016.

Gráfico 3.24

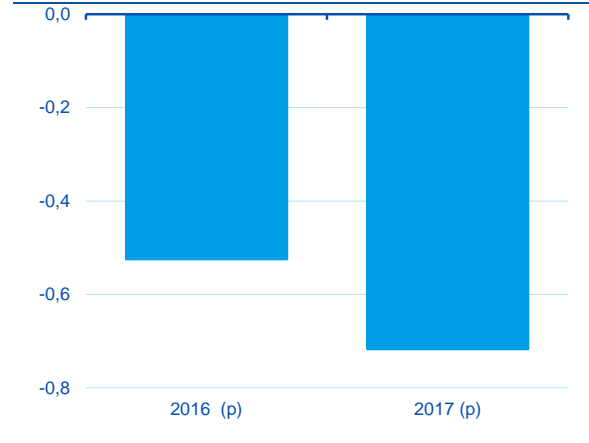
España: contribuciones al crecimiento de la riqueza financiera neta de los hogares (promedios anuales en %)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.25

España: respuesta del consumo al aumento de la incertidumbre de política económica registrado hasta julio (Desviación de la tasa de crecimiento respecto al escenario base en pp)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de BdE y Bloomberg

De forma similar al consumo, la inversión en maquinaria y equipo se revisa al alza en 2016 y a la baja en 2017. Si bien el dinamismo notable del primer semestre explica el cambio en 2016 (1,5pp hasta el 7,8%), algunos de los fundamentos son algo menos favorables para 2017. A pesar de que el crecimiento de la demanda doméstica y externa sustenta la ampliación de la capacidad productiva, la aún elevada incertidumbre sobre la política económica, junto con la derivada del *brexit*, pueden condicionar la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. A su vez, aunque la política monetaria expansiva seguirá facilitando la financiación de la inversión a unos tipos de interés de corto y largo plazo bajos, la revisión al alza en el precio del petróleo acotará el ahorro de recursos propios que podrían destinarse a financiar nuevos proyectos. **Todo lo anterior justifica una desaceleración de esta partida de la demanda hasta 6,0% en 2017**, 0,9pp por debajo de cifra prevista hace tres meses

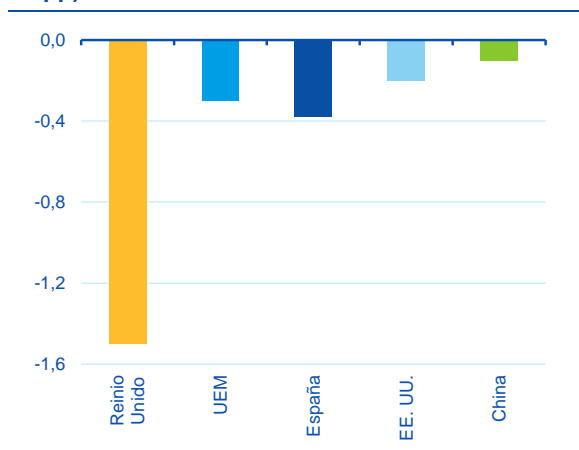
La recuperación del sector inmobiliario proseguirá en el próximo bienio La sorpresa positiva de la inversión residencial en la primera mitad del año se irá diluyendo durante los próximos trimestres. La incertidumbre interna y los nuevos frentes de escepticismo, como el derivado de la salida de Reino Unido de la Unión Europea, también pueden afectar al sector inmobiliario en el próximo bienio. Hasta la fecha, Reino Unido es el principal origen de los compradores extranjeros de vivienda en España. La depreciación de la libra frente al euro y el deterioro económico repercutirán negativamente sobre la renta y la riqueza de los hogares británicos, lo que podría suponer una reducción de su demanda de vivienda en España. Con todo, se prevé que las ventas continúen creciendo, apoyadas en las favorables condiciones de financiación. El aumento gradual de la demanda en un entorno de oferta decreciente favorecerá a la actividad constructora y al surgimiento de nuevos proyectos residenciales. En síntesis, **se espera que la inversión residencial experimente un crecimiento del 3,4% anual en 2016** (0,4pp más que el estimado hace tres meses) **y 3,3% en 2017** (1,1 pp menos).

El crecimiento de las exportaciones se revisa a la baja, pero sigue siendo saludable

A pesar de la recuperación observada en el segundo trimestre, la coyuntura internacional se ha tornado claramente menos favorable para las exportaciones españolas. A la atonía que ya exhibía la recuperación de la demanda global, se suman el mayor precio esperado del petróleo y, sobre todo, la presión a la baja derivada de los resultados del *brexit* (Véanse los Gráficos 3.26 y 3.27). La consecuente

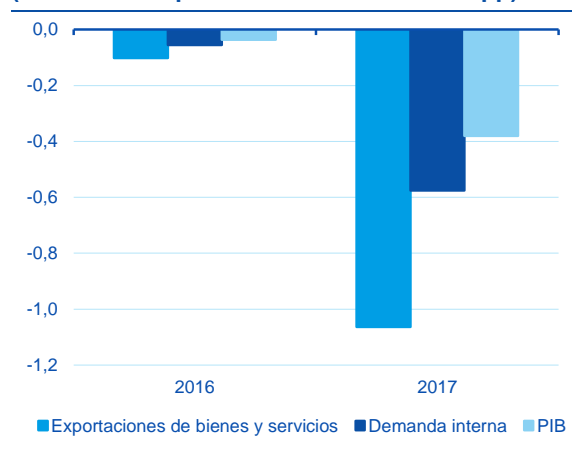
moderación de las expectativas de crecimiento global (de -0,4pp hasta el 1,5% en 2017 en el caso de la UEM) y apreciación del tipo de cambio efectivo real para la economía española (cercana a 2,0pp en el bienio 2016-2017), obligan a **revisar a la baja la estimación de crecimiento de las exportaciones totales (en 0,6pp hasta el 3,8% en 2016 y en 1,2pp hasta el 4,4% en 2017).**

Gráfico 3.26
Impacto estimado del *brexit* en el crecimiento del PIB en 2017 (diferencia respecto a escenario base en pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.27
España: impacto estimado del *brexit* (diferencia respecto a escenario base en pp)



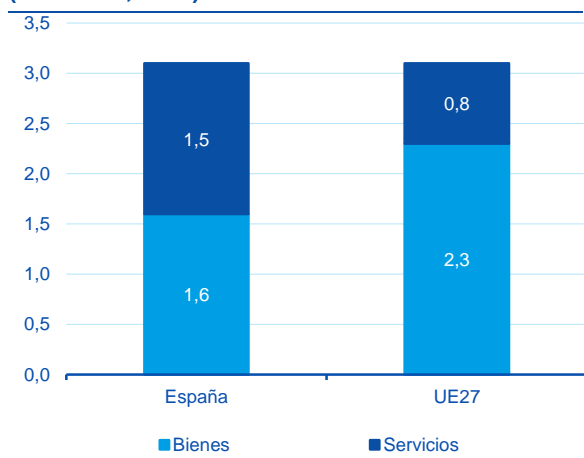
Fuente: BBVA Research

Esta revisión se concentra, principalmente, en las exportaciones de servicios. En el caso de los no turísticos, se estima un crecimiento medio anual del 5,1% durante el bienio 2016-2017, 2,9pp menos que el previsto hace tres meses. En el caso de del consumo de no residentes, se prevé una desaceleración desde el 4,0% en 2016 hasta el 1,1% en 2017 (0,8pp y 0,9pp por debajo de las cifras estimadas en mayo). Por su parte, **se mantiene invariable la previsión de crecimiento de las exportaciones de bienes para 2016 (3,7%), pero se modera la aceleración esperada para 2017 (en 0,8pp hasta el 4,5%).**

El impacto estimado del *brexit* sobre la economía española se sustenta tanto en la exposición directa a Reino Unido como en la exposición indirecta a través de la demanda global²⁰. En este sentido, cabe destacar que las exportaciones españolas a este país representan alrededor del 3,1% del PIB, con un peso relativo similar entre las de bienes y las de servicios (1,5% y 1,6% en 2014, respectivamente). Dicha distribución contrasta con la observada en la UE27, en donde las exportaciones de bienes alcanzan el 2,3% y las de servicios, tan sólo el 0,8% (véase el Gráfico 3.28). La diferencia relativa se explica por la importancia del turismo dentro de las exportaciones españolas y por la preferencia revelada de los turistas británicos hacia los destinos en España²¹. Como ilustra el Gráfico 3.29, los británicos representaron en 2015 el 17% del total de las pernoctaciones hoteleras en España, destacando en las regiones insulares de Canarias e Islas Baleares (28%) y la Comunidad Valenciana (20%). Igualmente importante es el peso de Reino Unido como destino de las exportaciones de servicios no turísticos españoles que, en el promedio 2013-2015, alcanzó el 10%.

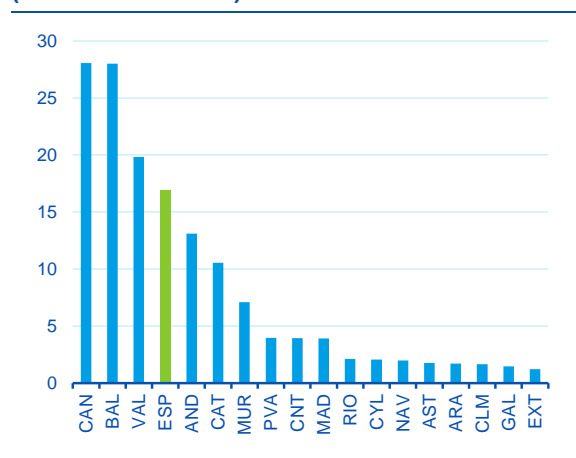
20: Para más detalles véanse las publicaciones de BBVA Research: "Impacto en España del deterioro en las perspectivas de crecimiento del Reino Unido" y "El *brexit* eleva la incertidumbre y sesga a la baja las perspectivas globales de crecimiento", disponibles en <https://goo.gl/0LZuGL> y <https://goo.gl/mfQzlx>
21: De acuerdo a la oficina de estadísticas de Reino Unido (ONS), España fue el destino mundial más elegido por los británicos y dónde más dinero gastaron en 2015. Véase "Travel trends 2015" disponible en <https://goo.gl/ptNHTT>

Gráfico 3.28
España y UE27: exportaciones a Reino Unido (% del PIB, 2014)



Fuente: BBVA Research a partir de FMI

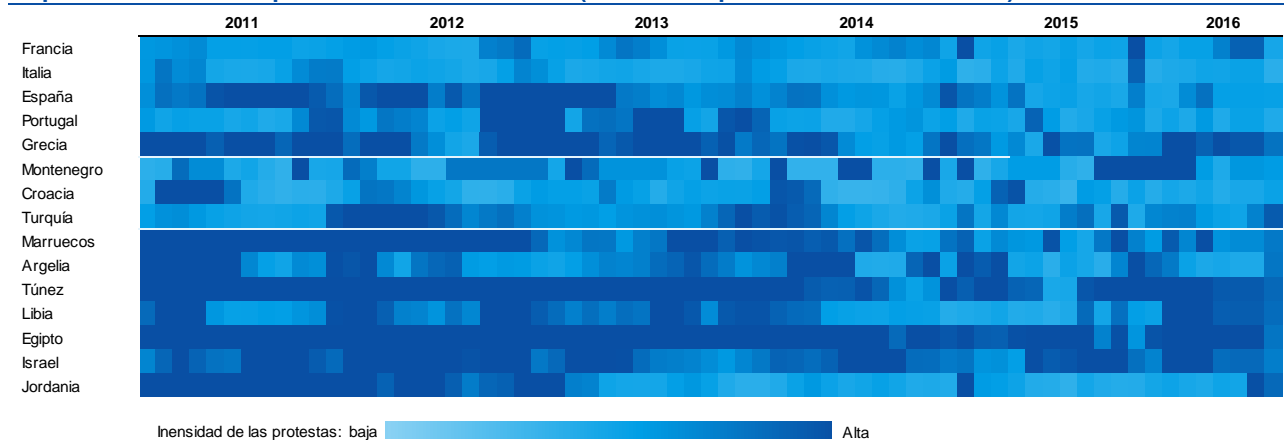
Gráfico 3.29
España: pernoctaciones de turistas británicos (% del total en 2015)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

A tenor de lo anterior, el aumento de las tensiones geopolíticas en algunos de los competidores del Magreb y Turquía²² (véase el Gráfico 3.30) podría incentivar la demanda de destinos turísticos españoles, mitigando parcialmente el efecto potencial del *brexit* sobre el flujo de turistas británicos.

Gráfico 3.30
Mapa de intensidad de protestas BBVA-Research (Número de protestas/eventos totales)



Fuente: BBVA Research a partir de Gdelt.org

La recuperación del mercado de trabajo continuará, pero los niveles precrisis todavía se encuentran lejos

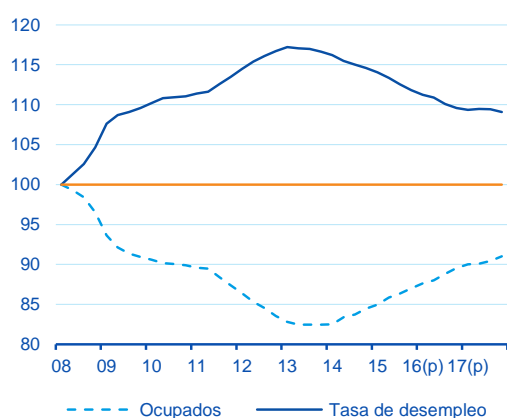
La creación de empleo proseguirá durante los próximos trimestres. A pesar de que la EPA del 2T16 decepcionó, la mejora de las perspectivas de crecimiento para 2016 sugiere que la ocupación podría aumentar en torno al 2,9% este año, una décima más de lo esperado hace tres meses. La tasa de desempleo se reduciría 2,5 puntos hasta el 19,6% (19,8% en mayo). El deterioro de las expectativas para 2017 sesga a la baja la creación prevista de empleo hasta el 2,1%. Sin embargo, el crecimiento exiguo de la

22: Para un análisis más detallado véase el observatorio económico: "Geo-World: Conflict & Social Unrest – July Update" disponible en <https://goo.gl/gkujGm>

población activa compensaría el menor aumento de la ocupación, por lo que tasa de paro continuaría disminuyendo hasta el 18,5%.

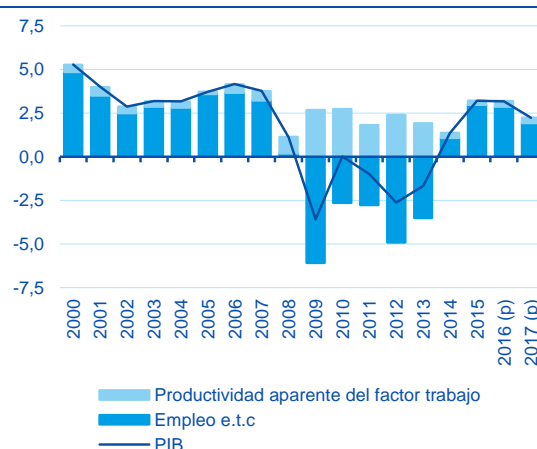
A pesar de que las perspectivas del mercado laboral son positivas, todavía queda un largo camino por recorrer²³. Como ilustra el Gráfico 3.31, en el cuarto trimestre de 2017 la ocupación sería en torno a un 9% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría más de 9 puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo – que crecerá alrededor del 2,4% en promedio en el bienio 2016-2017– sugiere un repunte exiguo de la productividad aparente del factor trabajo hasta converger en 2017 a las cifras precrisis (véase el Gráfico 3.32).

Gráfico 3.31
España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



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

Gráfico 3.32
España: contribuciones al crecimiento anual del PIB (%)



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

La inflación retomará una senda claramente positiva

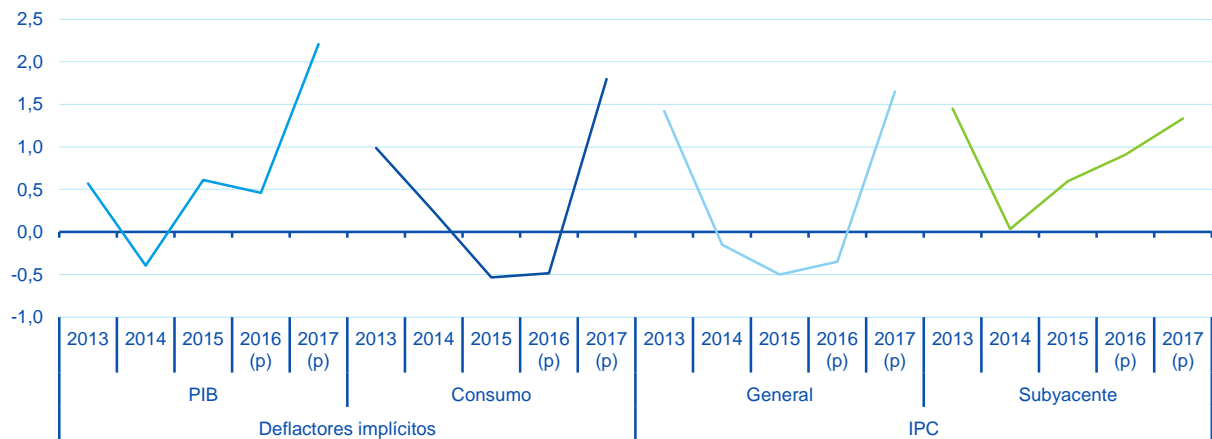
A pesar de la corrección al alza del precio del petróleo y la ligera apreciación del tipo de cambio, el efecto base derivado de la caída acumulada en los precios de la energía mantendrá la **inflación general en terreno negativo durante la mayor parte del 2016 (-0,3% en promedio anual)**. Sin embargo, los determinantes domésticos siguen sustentando tasas anuales positivas tanto para la inflación subyacente como para el deflactor implícito del PIB (en el 0,8% y el 0,5%, respectivamente) (véase el Gráfico 3.33).

En 2017, tanto la inflación general como la subyacente mantendrán su trayectoria ascendente (1,7% y 1,1% en promedio anual, respectivamente), pero no alcanzaran el objetivo de inflación marcado por el BCE para el conjunto de la zona del euro. A este aumento previsto de la inflación siguen contribuyendo tanto la mejora de la actividad y del empleo, como en los **estímulos de la política monetaria** (bajos tipos de interés, fomento de la disponibilidad de crédito y expansión cuantitativa).

23: Para afianzar la recuperación del empleo, BBVA Research propone acometer una reforma integral del mercado de trabajo que incluya un cambio del sistema de protección del empleo para incentivar la contratación indefinida, la modernización del sistema de negociación colectiva y una modificación integral de las políticas del mercado de trabajo. Una propuesta al respecto se puede consultar en BBVA Research (2016). Véase BBVA Research (2016): "Hacia un mercado de trabajo más eficiente y equitativo", *Observatorio Económico BBVA*, mayo. Disponible en: <https://goo.gl/zcwmsn>.

Gráfico 3.33

España: indicadores de precios (% a/a)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

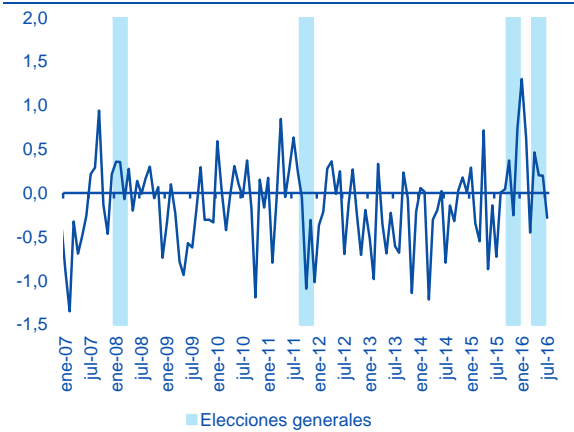
Los riesgos externos e internos que penden sobre el escenario persisten

A nivel externo **se siguen advirtiendo riesgos sobre la debilidad de la recuperación de la economía global**. El crecimiento en algunas de las principales economías desarrolladas (destacando EE.UU.) decepcionó durante el primer semestre del año. Esto, junto al *brexit*, añade más incertidumbre al panorama internacional, limitado ya por la desaceleración de las economías emergentes (en China y en los países exportadores de petróleo). Como consecuencia, los mercados han ajustado sus expectativas sobre el futuro de la política monetaria en las economías desarrolladas. La percepción de que los tipos de interés se mantendrán en sus actuales niveles por un período prolongado de tiempo, apunta a una presión a la baja sobre la rentabilidad del sistema bancario. Lo anterior, junto con la fragilidad que se observa en los balances de algunas instituciones financieras europeas puede llegar a obstaculizar el correcto funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

En el entorno doméstico destaca la persistencia de **la incertidumbre sobre la política económica** (véase el Gráfico 3.34). A pesar de la resistencia que ha mostrado el crecimiento durante el primer semestre del año, las estimaciones de BBVA Research apuntan a que **esta fuente de incertidumbre podría estar restando algo menos de 1pp al crecimiento del bienio 2016-2017** (Gráfico 3.35)²⁴. Aunque durante los trimestres recientes la inversión podría haberse sostenido por proyectos cuyas decisiones de inicio se tomaron antes del actual período de incertidumbre, no se puede descartar una desaceleración en los próximos meses. Reducir la incertidumbre resulta cada vez más apremiante ya que, por ejemplo, condiciona la adopción de las medidas de ajuste fiscal necesarias para cumplir los nuevos objetivos presupuestarios acordados con la Comisión Europea.

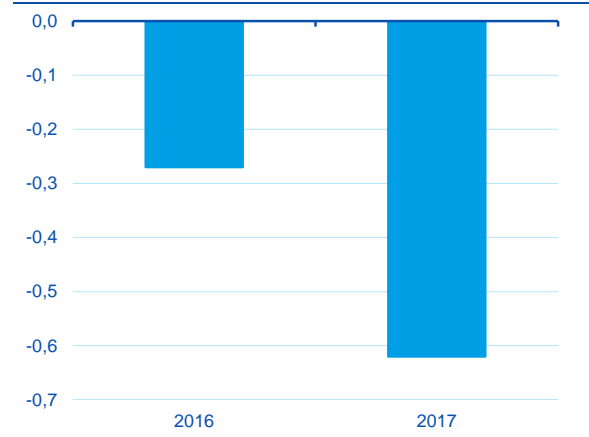
24: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica sobre la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/nRnxi7>

Gráfico 3.34
España: componente idiosincrático del Índice de Incertidumbre Política (EPU) (datos normalizados)



El sombreado se corresponde a un período de 3 meses alrededor de cada suceso político.
Fuente: BBVA Research a partir del EPU de Baker *et al* (2015)

Gráfico 3.35
España: respuesta del PIB al aumento de la incertidumbre de política económica registrado desde enero



Fuente: BBVA Research

4 Cuadros

Cuadro 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	2,2	1,5	2,4	2,4	2,0	2,1
Eurozona	-0,9	-0,2	0,9	1,6	1,6	1,5
Alemania	0,6	0,4	1,6	1,4	1,4	1,5
Francia	0,2	0,7	0,2	1,2	1,5	1,4
Italia	-2,8	-1,8	-0,3	0,6	1,0	1,1
España	-2,6	-1,7	1,4	3,2	3,1	2,3
Reino Unido	1,2	1,9	3,1	2,2	1,5	0,4
Latam *	2,9	2,7	0,6	-0,4	-0,9	1,8
México	4,0	1,3	2,3	2,5	2,6	2,6
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,9	-3,0	0,9
Eagles **	5,8	5,6	5,2	4,5	4,7	4,8
Turquía	2,1	4,2	3,0	4,0	3,9	3,9
Asia Pacífico	5,8	5,9	5,6	5,5	5,3	5,1
Japón	1,7	1,4	0,0	0,5	0,5	0,6
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,4	5,7
Asia (ex. China)	4,3	4,4	4,3	4,3	4,4	4,5
Mundo	3,4	3,3	3,4	3,1	3,1	3,2

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 5 de agosto de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,14	1,72	1,86
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,63	0,06	0,20

Fecha de cierre de previsiones: 5 de agosto de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,91	0,90
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,10	1,11
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,34	1,30
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	106,27	111,25
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,23	6,66	6,99

Fecha de cierre de previsiones: 5 de agosto de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,25
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00
China	6,00	6,00	5,60	4,35	0,00	0,00

Fecha de cierre de previsiones: 5 de agosto de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5

UEM: previsiones macroeconómicas (a/a) (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2013	2014	2015	2016	2017
PIB a precios constantes	-0,3	0,9	1,6	1,6	1,5
Consumo privado	-0,6	0,8	1,7	1,7	1,4
Consumo público	0,2	0,8	1,3	1,5	1,1
Formación bruta de capital fijo	-2,5	1,3	2,7	3,0	2,7
Inventarios (*)	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0
Demanda interna (*)	-0,7	0,9	1,7	2,0	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	2,2	4,1	5,1	2,9	3,0
Importaciones (bienes y servicios)	1,3	4,5	5,9	4,1	3,4
Demanda externa (*)	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,1
Precios					
IPC	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,3	0,9	0,8	0,8	1,3
Mercado laboral					
Empleo	-0,6	0,6	1,1	1,2	0,8
Tasa desempleo (% población activa)	12,0	11,6	10,9	10,1	9,8
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,0	-2,6	-2,1	-2,0	-1,9
Deuda (% PIB)	91,1	92,0	90,7	90,5	89,1
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,1	2,5	3,2	3,2	3,0

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de agosto de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.6

España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Actividad					
PIB real	-1,7	1,4	3,2	3,1	2,3
Consumo privado	-3,1	1,2	3,1	3,3	1,9
Consumo público	-2,8	0,0	2,7	2,5	1,8
Formación Bruta de Capital	-3,6	4,8	7,0	4,8	3,5
Equipo y Maquinaria	4,0	10,6	10,2	7,0	3,8
Construcción	-7,1	-0,2	5,3	1,9	2,9
Vivienda	-7,2	-1,4	2,4	3,4	3,3
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,6	3,7	3,4	2,2
Exportaciones	4,3	5,1	5,4	3,8	4,4
Importaciones	-0,3	6,4	7,5	4,9	4,5
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1
PIB nominal	-1,1	1,0	3,8	3,6	4,5
(Miles de millones de euros)	1031,3	1041,2	1081,2	1120,4	1171,0
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	1,5	3,2	3,1	2,2
PIB sin construcción	-1,0	1,5	3,0	3,3	2,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,9	2,1
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,6	18,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,5	1,1	3,0	2,9	1,9
Productividad apartente del factor trabajo	1,8	0,3	0,2	0,3	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,6	1,3
Deflactor del PIB	0,6	-0,4	0,6	0,5	2,2
Remuneración por asalariado	1,7	-0,6	0,5	1,1	1,5
Coste laboral unitario	-0,1	-0,8	0,3	0,8	1,1
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,4	1,5	1,9
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	99,2	99,8	99,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,6	-5,8	-5,0	-4,4	-3,6
Hogares					
Renta disponible nominal	-0,8	0,9	2,3	2,9	3,4
Tasa de ahorro (% renta nominal)	10,2	9,8	9,6	9,7	9,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de agosto de 2016.

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

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 de 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
Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78
Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39

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
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

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

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

José Félix Izquierdo
jfelix.izquierd@bbva.com

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

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@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel 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

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de 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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@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
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 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