

Durante el primer trimestre de 2015, la economía prolongó la trayectoria expansiva del último año. De acuerdo con la información disponible, se estima que el PIB habría crecido en el período de enero-marzo a una tasa intertrimestral del 0,8 %, lo que situaría su tasa de variación interanual en el 2,5 %. Esta estimación comporta una ligera aceleración de la actividad respecto al tramo final del año pasado, en un contexto en el que mejoró el entorno exterior y en el que se fortalecieron algunos de los factores que están impulsando el gasto interno en la etapa más reciente. Este es el caso de la mejoría en las condiciones de financiación tras el anuncio y posterior puesta en marcha de la ampliación del programa de activos por parte del BCE, la depreciación del tipo de cambio del euro y la reducción del precio del petróleo.

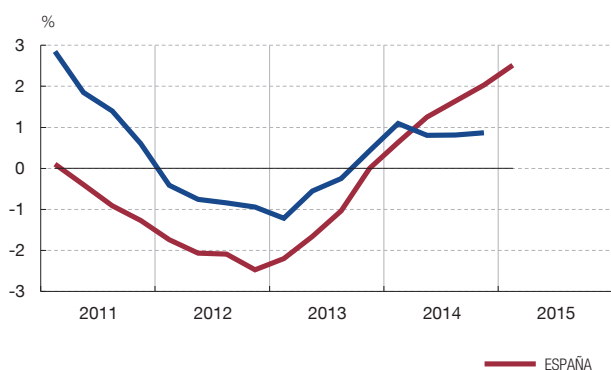
Con este trasfondo, se ha revisado al alza el crecimiento estimado del PIB para 2015 hasta el 2,8 %. Esta revisión de ocho décimas respecto a la proyección publicada en el Informe trimestral de diciembre se explica principalmente por el comportamiento más expansivo de las variables que conforman los supuestos en los que se basa la proyección, como se analiza en el epígrafe 4 de este informe. También ha influido el comportamiento más favorable del PIB al cierre de 2014 y al inicio de 2015. Para 2016 se espera una continuación de la fase expansiva, con una tasa media anual del 2,7 %, una décima inferior a la de 2015, pues se proyecta una cierta atenuación de algunos de los impulsos presentes en la actualidad. Los riesgos de desviación respecto a este escenario central se han tornado ligeramente al alza, aunque las incertidumbres no se han disipado completamente.

La tasa de variación interanual del IPC alcanzó registros negativos en los dos primeros meses de este año —del -1,1 % en febrero, tras el -1,3 % de enero—, como reflejo del impacto del descenso del precio del petróleo sobre los precios de consumo de los productos energéticos. Se aprecia, no obstante, una incipiente recuperación de los ritmos de variación del IPC no energético y del IPSEBENE, que han pasado a ser positivos en el tramo inicial de 2015. La trayectoria de la inflación en España en los últimos meses ha sido similar a la de la UEM, de modo que el diferencial de inflación, favorable a España, se situó en febrero en 0,9 puntos porcentuales (pp), por tercer mes consecutivo.

Las proyecciones de evolución de los precios de consumo para el bienio 2015-2016 se encuentran muy condicionadas por el supuesto realizado sobre la evolución del precio del crudo a lo largo del horizonte de proyección. En el escenario central, la inflación en términos de precios de consumo podría descender un 0,2 % en el promedio de 2015 y registrar un ascenso algo superior al 1 % en 2016. Excluido el componente energético, se espera que los precios de consumo experimenten un modesto repunte a lo largo del período considerado, en línea con el escenario de crecimiento sostenido del gasto de los hogares, la disminución del exceso de capacidad de la economía y la depreciación del tipo de cambio del euro. Los riesgos en torno al escenario central están más equilibrados con respecto al análisis realizado en diciembre, si bien la incertidumbre en torno a dicho escenario sigue siendo igualmente elevada.

En los meses iniciales de este año, y tras varios trimestres de atonía, los indicadores de actividad de la zona del euro están mostrando un comportamiento más dinámico. A su vez, la mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes ha recibido un nuevo impulso, tras el anuncio de la ampliación del programa de compra de activos

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

del Eurosistema en enero y su posterior materialización, a partir del 9 de marzo. La rentabilidad de la deuda pública siguió reduciéndose a lo largo del trimestre, hasta situarse por debajo del 1,2 % a diez años, en la fecha de cierre de este informe, al igual que el diferencial con la referencia alemana, que disminuyó hasta situarse en 100 puntos básicos (pb). También descendieron las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado. Estos desarrollos están permitiendo que las AAPP continúen financiándose en condiciones muy positivas y que las entidades de crédito trasladen el abaratamiento de sus fuentes de financiación al coste de los préstamos bancarios a empresas y familias, posibilitando el crecimiento del volumen de las nuevas operaciones crediticias, si bien el saldo de la deuda del sector privado continúa disminuyendo.

Todos estos factores conforman un entorno muy favorable para el gasto del sector privado no financiero, que confirmó su fortaleza en el tramo inicial de 2015. El consumo de los hogares prolongó el tono expansivo que había mostrado en los meses finales de 2014, y la inversión residencial mantuvo su perfil de moderada recuperación, completando cuatro trimestres consecutivos de avances. El gasto de los hogares se vio impulsado adicionalmente por el incremento en su capacidad de compra, que, más allá del impacto favorable que sobre esta variable viene ejerciendo el buen comportamiento del empleo, resultó de la conjunción de una serie de factores, todos ellos de signo expansivo: el descenso en la carga tributaria tras la reforma impositiva que entró en vigor al inicio del año, la disminución de los precios y el abono de una parte de la paga extra de los empleados públicos suprimida en diciembre de 2012. A su vez, la inversión empresarial estaría creciendo a un ritmo ligeramente superior al mostrado en el tramo final del año pasado, alentada por la mejora de las condiciones financieras y las buenas perspectivas sobre la evolución futura de la actividad.

Frente al comportamiento expansivo de la demanda interna, la demanda exterior neta podría ejercer una aportación muy reducida o incluso levemente negativa al crecimiento intertrimestral del PIB, en un contexto en que los flujos de comercio exterior mantuvieron un tono débil al inicio del trimestre. Aunque la información disponible es muy incompleta, cabe esperar que en el conjunto del trimestre se haya producido un fortalecimiento de las exportaciones, sustentado en el mejor comportamiento de los mercados exteriores y en la depreciación del tipo de cambio del euro. La evolución del turismo habría sido igualmente favorable, según los indicadores disponibles.

			2014				2015
	2013	2014	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	-1,2	1,4	0,3	0,5	0,5	0,7	0,8
Contribución de la demanda nacional (b)	-2,7	2,2	0,6	0,9	0,7	0,5	0,9
Contribución de la demanda exterior neta (b)	1,4	-0,8	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	-0,1
Tasas de variación interanual							
Empleo	-3,3	1,2	-0,4	1,0	1,7	2,4	2,7
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)							
IPC	1,4	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-1,0	-0,4
IPSEBENE	1,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 16 de marzo de 2015.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de febrero de 2015.

En el ámbito del mercado de trabajo, el empleo mantuvo en el primer trimestre la pauta de mejora observada a lo largo de 2014, de modo que podría crecer en el período de enero-marzo a un ritmo similar al del trimestre precedente (0,7 %), y el número de parados registrados en el SEPE se redujo significativamente (-6 % en febrero). Por último, en los meses iniciales del ejercicio continuó la pauta de moderación salarial, con una subida pactada en la negociación colectiva del 0,7 % hasta el mes de febrero.

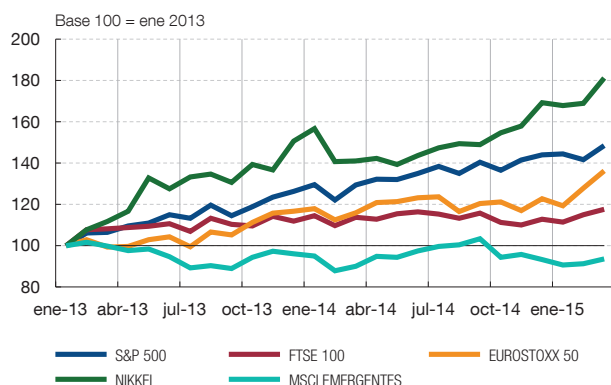
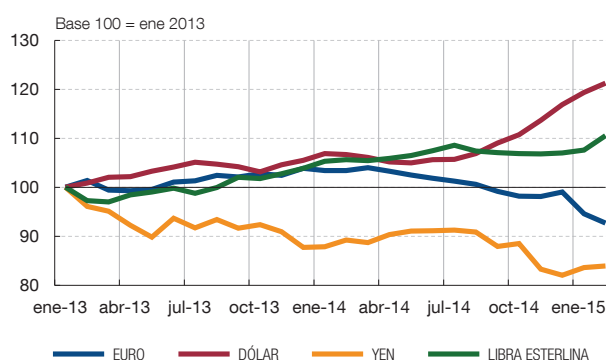
2.1 Entorno exterior  
del área del euro

Durante los últimos tres meses, la actividad en las principales economías avanzadas registró una evolución relativamente favorable, apreciándose una cierta disminución del diferencial de crecimiento entre países. Los datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos han tendido a situarse, en general, algo por debajo de lo esperado —si bien se mantienen las perspectivas de crecimiento robusto en el resto del ejercicio—, mientras que en Japón y en el área del euro la recuperación ha ganado tracción. Entre las economías emergentes, las de América Latina —y en particular, por su importancia en la región, Brasil— reflejaron un comportamiento poco favorable, mientras que las de Asia emergente continuaron registrando un fuerte dinamismo, a pesar de la suave desaceleración en China. Esta dicotomía en la evolución de las economías emergentes refleja, en parte, el impacto del descenso del precio del petróleo acumulado en los últimos trimestres, según la dependencia que tienen las distintas economías de esta materia prima. Por su parte, la inflación continuó en tasas muy reducidas —negativas en algunos casos—, lo que permitió a numerosos bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de emergentes, imprimir un tono más expansivo en sus políticas monetarias, adelantándose a la esperada normalización de los tipos de interés en Estados Unidos.

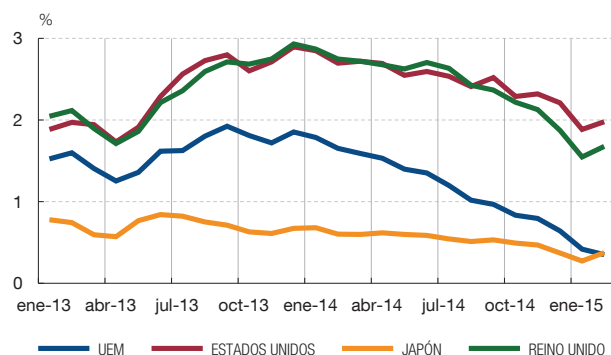
Los mercados financieros internacionales iniciaron el primer trimestre del año prolongando las tendencias ya observadas a finales de 2014. Así, hasta finales de enero se mantuvo el clima generalizado de aversión al riesgo, aumento de la volatilidad, caída de los precios de los activos más sensibles al riesgo y apreciación del dólar frente al resto de divisas, en un contexto de continuidad del recorte del precio del petróleo y de tensiones financieras en algunas economías exportadoras de esta materia prima. En cambio, a partir de febrero, el anuncio y posterior lanzamiento del programa de compras de deuda pública del BCE, las medidas monetarias expansivas de numerosos bancos centrales, el acuerdo transitorio para prolongar la ayuda financiera a Grecia y la estabilización —incluso repunte— del precio del petróleo mejoraron el sentimiento de mercado a escala global. Esto se tradujo en una corrección de la volatilidad, en revalorizaciones bursátiles —más notorias en los casos de Europa y de Japón— y en un descenso de las primas de riesgo, tanto soberanas como corporativas, especialmente en algunas economías exportadoras de petróleo (véase gráfico 2). Asimismo, el dólar mantuvo su tendencia apreciatoria frente al resto de divisas, a medida que se aproxima el momento esperado para la primera subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, en contraste con la tendencia a la relajación monetaria en numerosas economías. Sin embargo, todavía existe incertidumbre sobre el calendario para la normalización monetaria en Estados Unidos, como ponen de manifiesto el aumento de la volatilidad de sus tipos de interés y la discrepancia entre las expectativas de los mercados y los anuncios del Comité del Mercado Abierto de la Reserva Federal, si bien esta última se habría atenuado tras la última reunión del mencionado comité en marzo.

En los mercados de materias primas, el precio del petróleo comenzó el año manteniendo la tendencia descendente de la segunda mitad de 2014, hasta alcanzar niveles mínimos (de alrededor de 45 dólares/barril de Brent) a mediados de enero. Posteriormente, el precio se recuperó hasta los 60 dólares/barril, situándose por debajo de ese nivel desde mediados de febrero. Los precios de los alimentos y de los metales han descendido ligeramente en este trimestre.

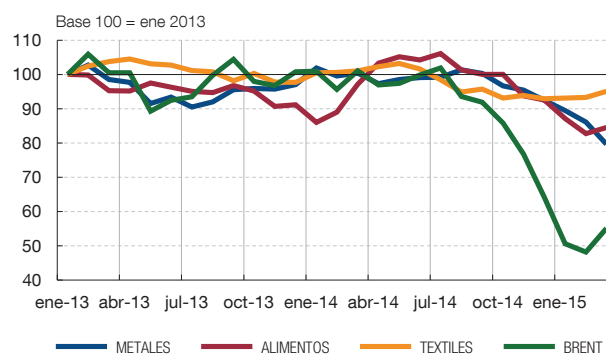
## ÍNDICES BURSÁTILES

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS

## TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



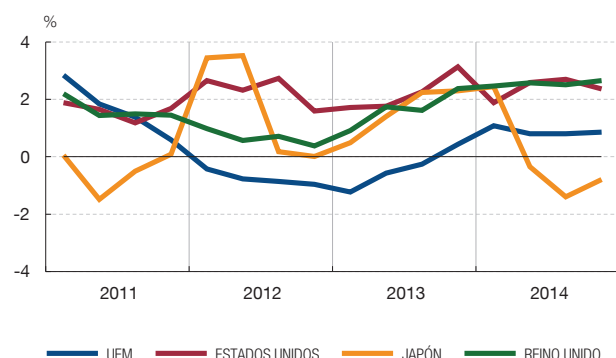
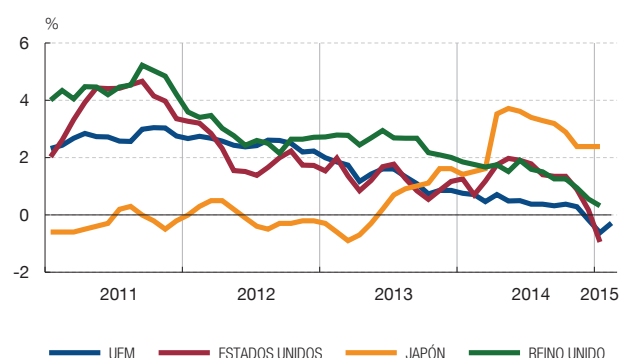
## MATERIAS PRIMAS



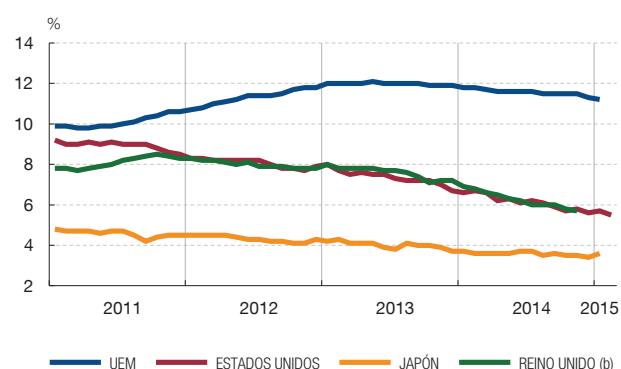
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

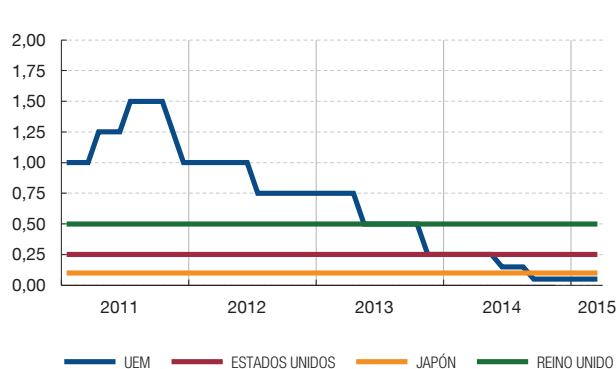
De acuerdo con los datos del cuarto trimestre de 2014 —y con los indicadores de alta frecuencia disponibles para los primeros meses de este año—, las divergencias cíclicas entre las economías avanzadas se están reduciendo como consecuencia de la salida de Japón de la recesión técnica, la recuperación en la zona del euro y la desaceleración de Estados Unidos (véase gráfico 3). En concreto, la economía norteamericana creció un 2,2 %, en tasa intertrimestral anualizada, en el último trimestre de 2014, muy por debajo de los dos trimestres anteriores, mientras que en Japón el crecimiento se elevó al 1,5 % intertrimestral anualizado, tras haber caído un -2,6 % en el tercer trimestre. En Reino Unido el aumento del PIB en el cuarto trimestre de 2014 fue del 0,5 % —sin anualizar—, dos décimas menos que en el trimestre precedente. En general, el crecimiento en estas economías se está apoyando en el mayor dinamismo del consumo privado, favorecido por la continuación de unas condiciones monetarias y financieras favorables y el avance de la renta disponible, tanto por la prolongación de la mejoría en los mercados laborales como por la menor inflación. La inversión empresarial, por su parte, ha tenido un comportamiento decepcionante en Japón y Reino Unido, registrando tasas de variación negativas, mientras que en Estados Unidos ha moderado su crecimiento. La inflación ha seguido disminuyendo, situándose en niveles muy reducidos. Al impacto de la caída del precio del petróleo se ha añadido, en Estados Unidos y Reino Unido, la presión a la baja sobre los precios derivada de la apreciación de sus monedas. Así, en Estados Unidos la tasa de variación interanual de los precios de consumo pasó a ser negativa en enero (-0,1 %), mientras que en

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanualINFLACIÓN  
Tasa interanual

TASA DE PARO (a)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



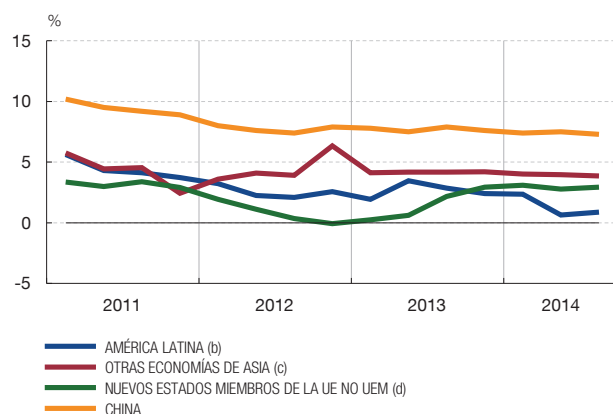
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

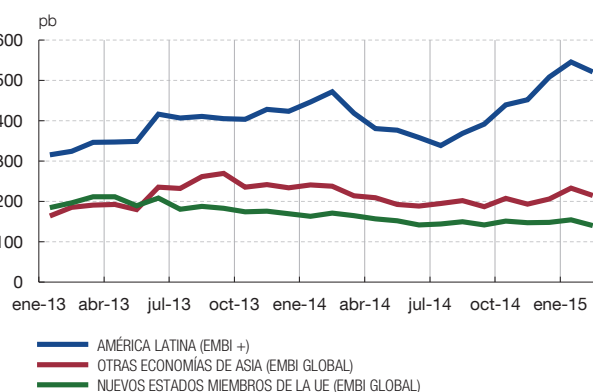
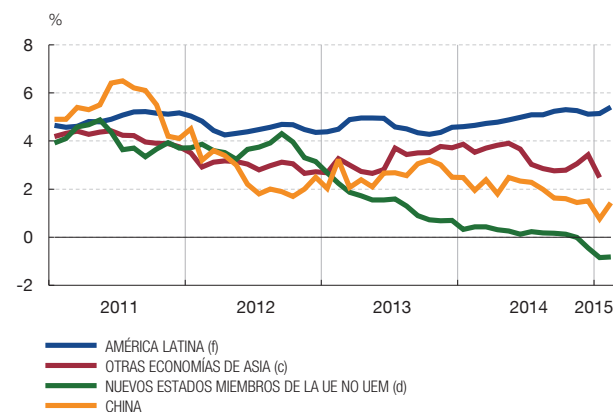
b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

Japón se situó en el 0,2 % (si se excluye el efecto de la subida impositiva en abril de 2014) y en Reino Unido en el 0,3 %. La inflación subyacente muestra una mayor estabilidad, aunque se encuentra por debajo del objetivo de las autoridades monetarias. En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal de Estados Unidos publicó sus nuevas proyecciones trimestrales, que supusieron una revisión a la baja del crecimiento, la inflación, la tasa de paro y la NAIRU. Por último, los miembros del comité redujeron significativamente su senda esperada del tipo de interés oficial, aproximándose a la descontada por el mercado de futuros. La incertidumbre sobre el tono de la política monetaria se extiende a Reino Unido, donde la fecha esperada para la primera subida del tipo de referencia por parte del Banco de Inglaterra se está retrasando. En el plano fiscal, el 15 de marzo finalizó en Estados Unidos la suspensión temporal del techo de la deuda pública federal, aunque la aplicación de medidas extraordinarias permitirá al Tesoro honrar sus compromisos de pago hasta el otoño.

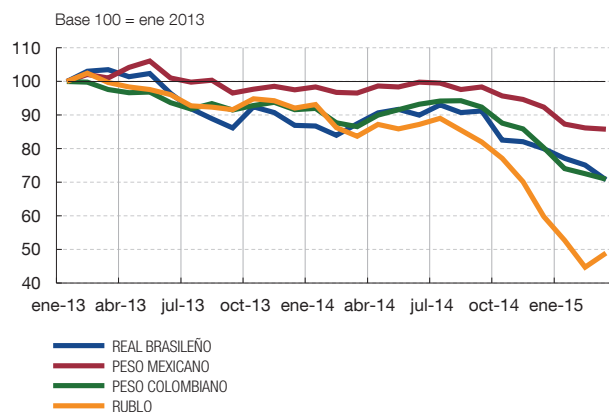
En el último trimestre de 2014, la actividad en las distintas regiones emergentes presentó notables diferencias en su evolución, con un crecimiento más elevado y sostenido en Asia —pese a la suave desaceleración en China— y una marcada debilidad próxima al estancamiento económico en América Latina, y en Rusia y los países de su entorno (véase gráfico 4). En estos dos casos, el efecto del cambio en el ciclo de las materias primas (en especial, del petróleo) está siendo intenso. De acuerdo con la información disponible más

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual

DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual

TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (g)



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.

d Polonia, Hungría, República Checa, Lituania, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

g Una disminución del índice supone depreciación de la moneda local.

reciente, estas tendencias se han prolongado en la parte transcurrida de 2015. En América Latina, Chile, México, Colombia y Perú crecieron en el cuarto trimestre a tasas intertrimestrales del 0,9 % en el primer caso, del 0,7 % en el segundo y tercer país, y del 0,4 % en la última economía. En el caso de Argentina, el crecimiento del cuarto trimestre reveló una situación próxima al estancamiento. Del resto de países de la región, para los que aún no se han publicado datos del PIB, destaca Brasil, donde los indicadores de alta frecuencia apuntan a que su economía se ha situado en terreno recesivo, en parte como resultado del ajuste procíclico de sus políticas macroeconómicas. El banco central ha elevado el tipo de interés oficial en 50 pb en dos ocasiones a lo largo del último trimestre, hasta el 12,75 %, ante el repunte de la inflación por encima del 7 % debido a la fuerte depreciación del real y al incremento de los precios administrados; además, el Gobierno ha anunciado un ajuste fiscal por una cuantía del 1,3 % del PIB. Otros bancos centrales de la región con objetivos de inflación han mantenido sus políticas monetarias, en un entorno de estabilidad de la inflación, aunque en algún caso esté por encima de la banda objetivo. Por su parte,

Venezuela se mantiene en una situación de recesión, alta inflación y dificultades para obtener liquidez internacional.

En Asia emergente, tanto China como India registraron crecimientos elevados en el cuarto trimestre (superiores al 7 %). Sus bancos centrales —así como los de Corea, Indonesia y Tailandia— han introducido nuevas medidas monetarias expansivas aprovechando el margen de actuación que les brinda la ausencia de presiones inflacionistas. En Europa del Este, el crecimiento permaneció estable en torno al 3 % en el cuarto trimestre y, también en este caso, el marcado descenso de la inflación permitió que algunos bancos centrales recortaran sus tipos de referencia. Finalmente, en Rusia continuó la caída de la actividad como consecuencia de su dependencia de las exportaciones de petróleo y de las sanciones internacionales (véase recuadro 1); el banco central ha rebajado en dos ocasiones el tipo de interés principal, con el fin de paliar los efectos de la contracción económica, a pesar de que la inflación se situó cerca del 17 % en febrero.

De cara a los próximos trimestres, se espera que prosiga el fortalecimiento de la actividad en las economías avanzadas, favorecido por el mantenimiento de los niveles reducidos del precio del petróleo y por el tono acomodaticio de las políticas monetarias. La actividad de las economías emergentes se verá apoyada, con carácter general, por el mayor dinamismo de las economías avanzadas, por las medidas expansivas de política monetaria y, en el caso de las economías importadoras de crudo, por los reducidos precios de esta materia prima. Sin embargo, estos factores se verán contrarrestados, en una medida difícil de calibrar, por el endurecimiento de las condiciones financieras globales que cabe esperar cuando los tipos de interés se eleven en Estados Unidos, la desaceleración en curso de la economía china y, en el caso de los exportadores de materias primas, por el cambio de ciclo en el precio de estos productos.

## 2.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

Tras varios trimestres de atonía, la recuperación económica del área del euro parece haber ganado cierto vigor en los primeros meses de 2015, impulsada por la mejora continuada de las condiciones financieras y de la confianza. El descenso de los precios del petróleo, la depreciación del tipo de cambio del euro, el tono neutral de la política fiscal y las medidas de expansión monetaria adoptadas por el BCE (véase recuadro 2) configuran, junto con la mejora continuada que se ha venido observando en la situación de fragmentación financiera y el mecanismo de transmisión de la política monetaria, un escenario favorable para que el área del euro afiance un mayor crecimiento en los próximos trimestres. Así, los organismos internacionales y los analistas privados están revisando al alza sus previsiones de crecimiento para la UEM, aunque persisten focos de incertidumbre asociados a las complejas negociaciones entre Grecia y el Eurogrupo (véase recuadro 3) y a otras tensiones geopolíticas.

La evolución a corto plazo de la inflación ha seguido condicionada por la trayectoria de los precios del petróleo, que hicieron que el IAPC permaneciese en tasas negativas. Las medidas de inflación subyacente —que excluyen los elementos más volátiles, como la energía y los alimentos no elaborados— se mantienen también en tasas muy moderadas, alejadas de la referencia del 2 %, en un contexto marcado por la existencia de amplias brechas de producción y contención salarial. Las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en enero, que han intensificado de manera sustancial el tono expansivo de la política monetaria, al extender el programa vigente de compras de activos a la adquisición de deuda pública soberana y de instituciones y agencias europeas, contribuirán a que la inflación retorne de forma gradual a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria y a disipar, por tanto, los riesgos de desanclaje de expectativas que se venían detectando desde mediados de 2014.



	2013			2014				2015
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	
Variación de existencias	-0,1	0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	
Demanda exterior neta	0,2	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	
Otros indicadores								
Tasa de paro	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,5	11,4	11,2
IAPC (tasa interanual)	1,6	1,1	0,8	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,3
IPSEBENE (tasa interanual)	1,3	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

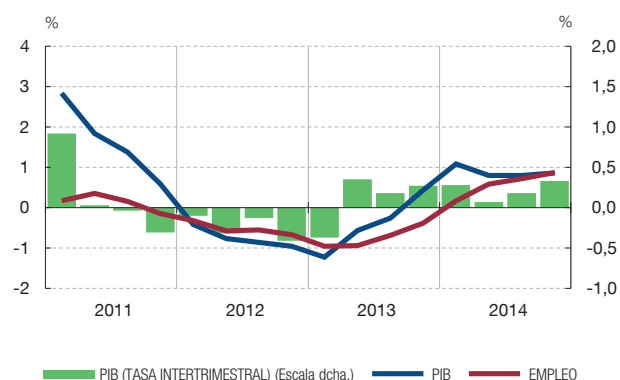
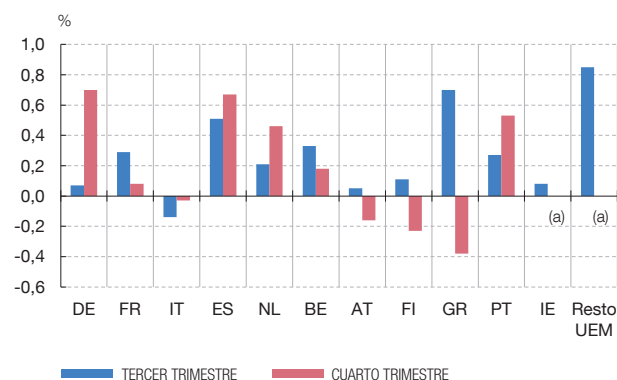
a Información disponible hasta el 20 de marzo de 2015.

#### EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la estimación final de Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro avanzó en el cuarto trimestre de 2014 a un ritmo mayor de lo esperado (0,3 %), tras varios trimestres de marcada debilidad (véase cuadro 2), de modo que el crecimiento observado en el conjunto del año se situó en el 0,9 %. Este mayor dinamismo se apoyó en la expansión del consumo privado, que, en un contexto general de mejora de la confianza, se ha ido afianzando a medida que la caída del precio del petróleo y el aumento del empleo mejoraban la renta real de los hogares. También las exportaciones registraron una aceleración, favorecidas por la depreciación del euro, mientras que la formación bruta de capital fijo volvió a tasas positivas, apoyada en la reactivación de la actividad en la construcción. En cambio, la inversión empresarial siguió deprimida. Por países, la mayor parte de las economías registraron crecimientos positivos del producto, aunque de intensidad muy dispar. Así, en Alemania el PIB alcanzó un impulso notable, apoyado en la evolución favorable del consumo privado, mientras que en Francia el PIB apenas se incrementó, lastrado por el retroceso de la inversión. Por su parte, Italia siguió en recesión.

La información coyuntural correspondiente al primer trimestre de 2015 apunta, en general, a un nuevo avance de la actividad económica, aunque a ritmos todavía moderados (véase gráfico 5). La mejoría resulta evidente en los indicadores relacionados con el consumo privado, ya que las ventas del comercio al por menor repuntaron en enero y tanto la confianza de los consumidores como la del comercio minorista se incrementaron en los dos primeros meses del año, en comparación con el promedio del trimestre anterior. En el caso de la inversión, el incremento en el grado de utilización de la capacidad productiva hasta niveles similares a su media histórica podría haber propiciado una cierta reactivación de este agregado en los primeros meses de 2015, aunque la valoración de la cartera de pedidos de las empresas se mantuvo estable en ese período, tanto en los destinados al mercado interior como en los asignados a la exportación (véase gráfico 7).

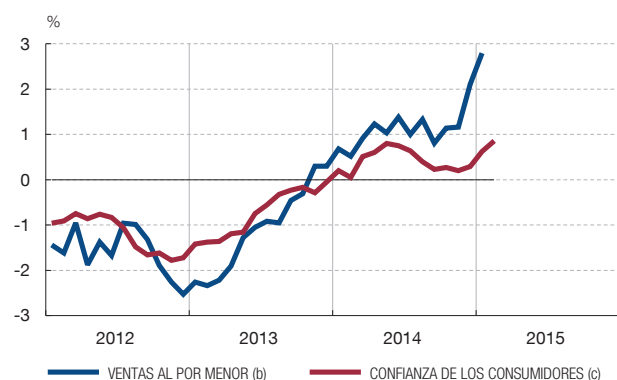
Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza empresarial elaborados por la Comisión Europea (CE) mantuvieron niveles similares a los observados en el último trimestre de 2014, tanto en la industria como en los servicios, y las encuestas realizadas a los directores de compras mostraron un comportamiento más favorable, sobre todo en servicios. Por su parte, la producción industrial cayó levemente en enero en términos intermensuales.

PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasa interanualPIB POR PAÍSES  
Tasa intertrimestral

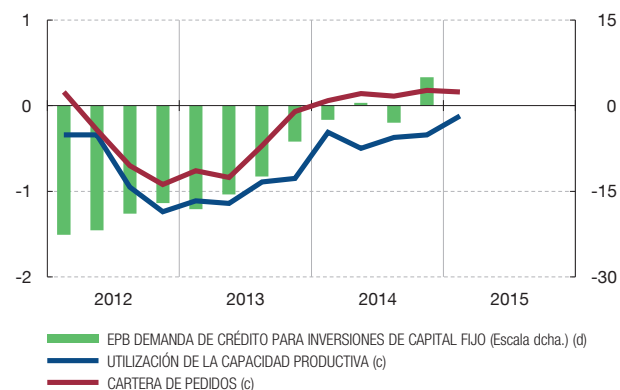
## INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



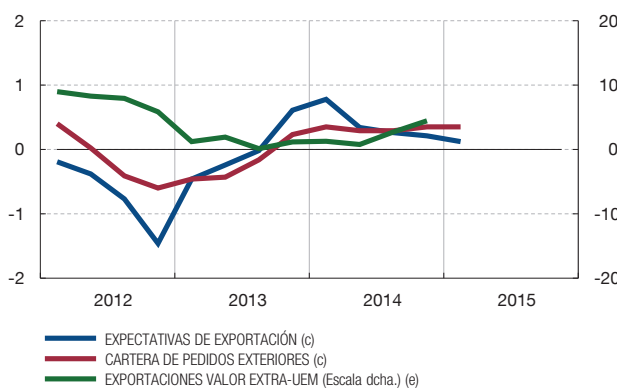
## INDICADORES DE CONSUMO



## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

a Dato no disponible para el cuarto trimestre.

b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.

c Series normalizadas para el período representado.

d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

e Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

	2015		2016	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2015)	1,5	0,0	1,9	1,5
Comisión Europea (febrero de 2015)	1,3	-0,1	1,9	1,3
Fondo Monetario Internacional (enero de 2015)	1,2	...	1,4	...
OCDE (marzo de 2015)	1,4	...	2,0	...
<i>Consensus Forecast</i> (marzo de 2015)	1,2	0,0	1,6	1,1
Eurobarómetro (marzo de 2015)	1,4	0,0	1,8	1,2

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

La tasa de paro descendió hasta el 11,2 %, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas de la CE mejoraron en todas las ramas de actividad, excepto en la construcción.

En los próximos meses, la recuperación económica debería ir ganando vigor, impulsada por la acción de un conjunto muy amplio de factores, entre los que destacan: la mejora de la renta disponible real y de los beneficios empresariales asociada a la caída de los precios del petróleo; la paulatina traslación a las condiciones de financiación de las medidas de política monetaria; la depreciación del tipo de cambio del euro, que podría compensar la pérdida de ritmo de las economías emergentes; y el tono neutral que ha adquirido la política fiscal, tras varios años de consolidación presupuestaria. Esta mejora de las bases del crecimiento se ha visto reflejada en las previsiones de la mayoría de los organismos internacionales y analistas privados, que se han revisado al alza (véase cuadro 3). Entre las más recientes, el BCE —que incorporó en su ejercicio de proyecciones de marzo una estimación de los efectos de los programas de compra de activos— revisó al alza de manera sustancial las proyecciones de crecimiento del PIB para los próximos años, situándolas en el 1,5 % para 2015 y en el 1,9 % y el 2,1 % para 2016 y 2017, respectivamente (véase cuadro 3). No obstante, este escenario no está exento de riesgos a la baja, asociados a los elevados niveles de endeudamiento que prevalecen, a la incertidumbre sobre la evolución de los precios del petróleo, a las dificultades para calibrar con precisión los efectos macroeconómicos de los programas de compra de activos y, muy especialmente, a las tensiones asociadas al programa de asistencia a Grecia y a los riesgos geopolíticos que se derivarían de un posible agravamiento del conflicto entre Rusia y Ucrania.

La inflación del área del euro permaneció en tasas negativas (del -0,3 % en febrero), debido al retroceso de los precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente permaneció estable en tasas históricamente moderadas (inferiores al 1 %), que confirman la ausencia de presiones inflacionistas en un contexto de elevados niveles de desempleo y moderados niveles de utilización de la capacidad productiva (véase gráfico 6). Por su parte, los precios industriales aumentaron en enero su ritmo de caída (un -3,3 %) y los indicadores de negociación salarial mantienen avances muy moderados. La cotización del petróleo en los mercados internacionales apunta a nuevos descensos o crecimientos muy moderados de los precios en los próximos meses. En cambio, más a medio plazo la inflación podría aproximarse paulatinamente a tasas más próximas al 2 %, que constituye la referencia del Euro-sistema, a medida que las decisiones de política monetaria desplieguen todos sus efectos y se consolide la reactivación de la demanda. Este es el escenario central que se refleja en las previsiones más recientes del BCE, que suponen una aceleración gradual de la inflación, desde el 0 % en 2015, hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017.

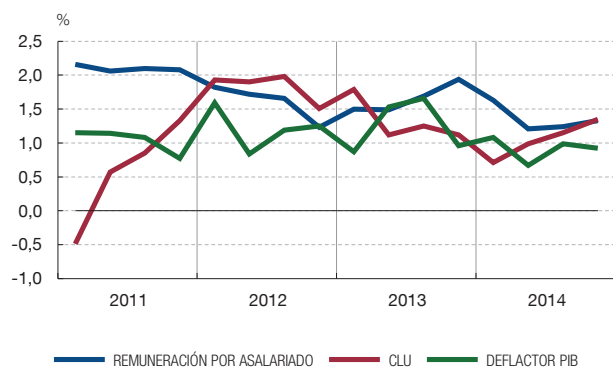
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



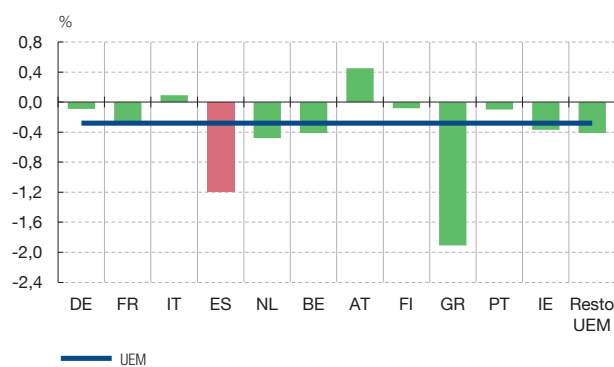
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



SALARIOS Y COSTES



IAPC GENERAL POR PAÍSES  
Febrero de 2015



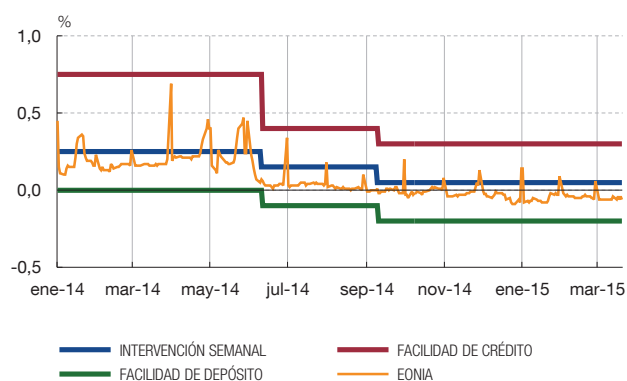
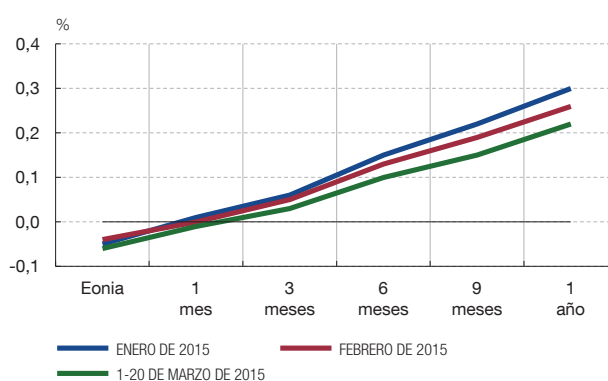
FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

a Inflación implícita calculada a partir de los swaps de inflación.

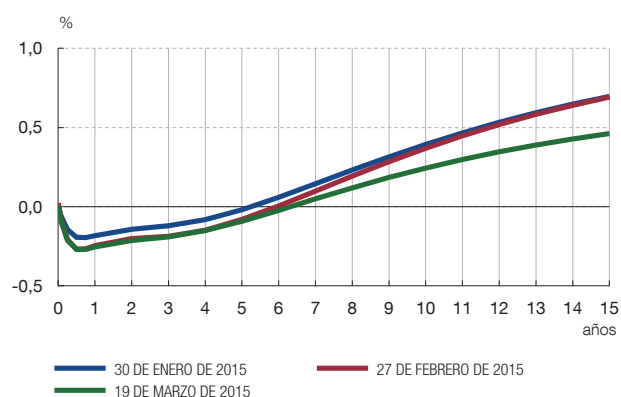
En otros ámbitos de la política económica, la CE publicó, en el marco del Semestre Europeo de 2015, los análisis en profundidad de los desequilibrios macroeconómicos de los Estados miembros de la UEM, así como nuevas recomendaciones fiscales para algunos de ellos, con el propósito de que los países puedan tener en consideración estas conclusiones a la hora de elaborar sus programas de estabilidad y de reforma, que deberán presentar en abril. De acuerdo con los análisis de la Comisión, Italia, Francia y Eslovenia son los países que presentan desequilibrios de mayor intensidad, que requieren acciones de reforma decididas. También destaca el agravamiento de los desequilibrios de Alemania, asociados a la magnitud y a la persistencia de su superávit por cuenta corriente.

En el ámbito fiscal, en enero la CE clarificó el uso que va a hacer de las cláusulas de flexibilidad en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el propósito de tener una mayor consideración de las condiciones cíclicas de los países miembros de la UE, promover las reformas estructurales y fomentar la inversión pública. En consonancia con estos criterios, la CE concedió dos años adicionales a Francia para la corrección de su déficit excesivo (hasta 2017), tras la presentación por parte del país de un programa de reformas que deberá concretarse adicionalmente en los próximos meses, y recomendó no abrir procedimientos de déficit excesivo a Bélgica, Italia y Finlandia, pese a que no han realizado los esfuerzos necesarios para cumplir el compromiso de corrección de deuda,

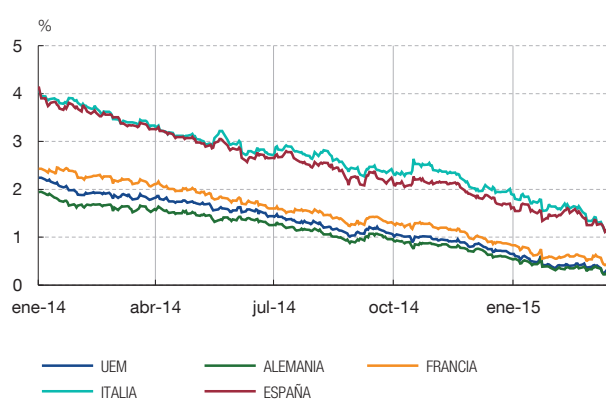
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual

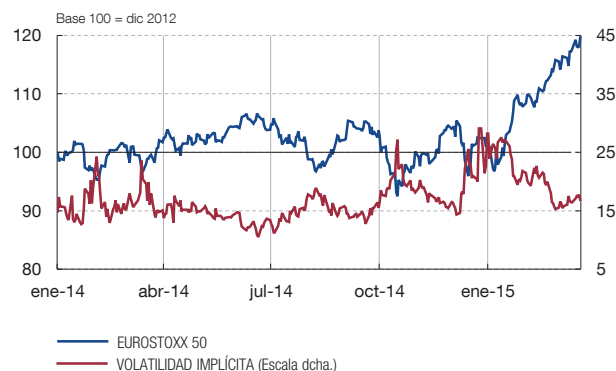
CURVA CUPÓN CERO (a)



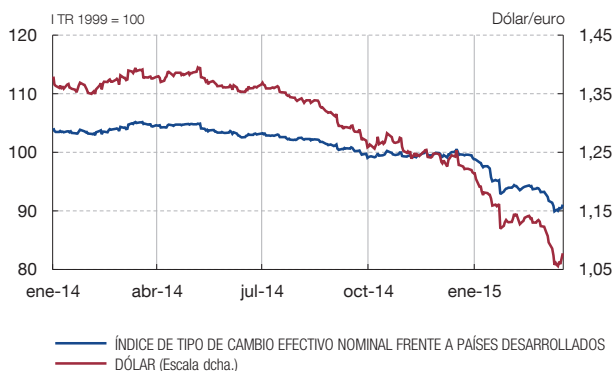
RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

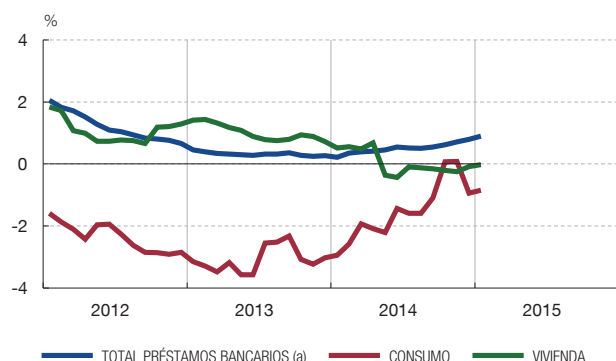
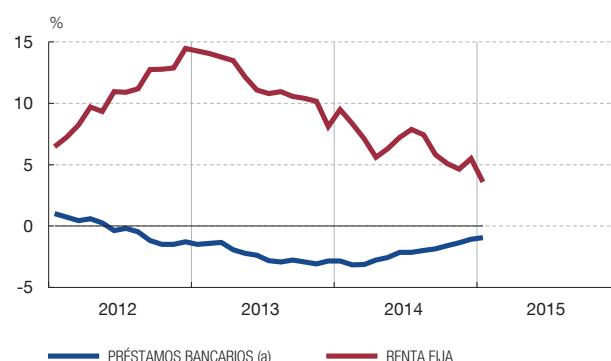


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

por la existencia de circunstancias excepcionales asociadas al deterioro de su situación económica.

De acuerdo con los presupuestos para 2015 de los países del área del euro, el déficit de las Administraciones Públicas se aproximará al 2 % (frente al 2,6 % del año anterior), apreciándose un descenso de los pagos por intereses y una nueva contención del gasto público, en porcentaje del PIB, mientras que los ingresos permanecerán prácticamente

HOGARES  
Tasas de variación interanualSOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y ventas.

estabilizados. Estas cifras son compatibles con un tono agregado neutral de la política fiscal, ya que el déficit ajustado de ciclo apenas se modificaría en 2015. Por su parte, la deuda pública se mantendrá por encima del 90 % del PIB.

### Evolución financiera y política monetaria

Las condiciones financieras en el área del euro han continuado mejorando en respuesta a las medidas de política monetaria que ha venido adoptando el BCE desde mediados de 2014. Esta mejoría se ha reflejado en una caída notable de los tipos de interés de la deuda soberana y una compresión de los diferenciales con respecto al bono alemán, una significativa depreciación del tipo de cambio del euro y un incremento de las cotizaciones bursátiles. El restablecimiento progresivo del mecanismo de transmisión de la política monetaria observado en los últimos meses se ha traducido también en un mejor reflejo del tono expansivo de la política monetaria en los costes de financiación de los hogares y empresas, que se han reducido. Tras el anuncio y la puesta en marcha en marzo del programa de expansión cuantitativa (véase recuadro 2), los indicadores de expectativas de inflación flexionaron al alza, interrumpiendo la trayectoria descendente de los últimos meses.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades alcanzaron durante el trimestre nuevos mínimos históricos de manera generalizada, con la excepción de las correspondientes a la deuda pública griega, afectada por la incertidumbre que rodea el proceso de negociación en curso. La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo hasta alcanzar el 0,18 % (véase gráfico 7), a mediados de marzo, casi 40 pb por debajo de los valores registrados a finales de 2014, elevándose el diferencial con respecto a la deuda americana hasta el entorno de los 100 pb.

Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció un 7,8 % en el período enero-marzo, en relación con los niveles registrados en diciembre de 2014, intensificando la tendencia de los meses precedentes. El euro continuó perdiendo valor frente al dólar, de manera más acusada que en el trimestre previo —un 11,2 %—, cotizando a mediados de marzo en el entorno de los 1,08 dólares/euro. Desde finales de año, el euro ha retrocedido también un 10,3 % frente al yen, un 6,9 % frente a la libra y un 12,2 % frente al franco suizo (véase gráfico 7). Desde mayo de 2014, cuando el BCE anunció un nuevo paquete de medidas de expansión monetaria, el euro se ha depreciado casi un 23 % respecto del dólar y un 11 % en términos efectivos nominales. En los mercados bursátiles

disminuyó la volatilidad y, a fecha de cierre de este Boletín, el índice Eurostoxx 50 acumula una subida del 18 % desde comienzos del año.

Por último, el crédito continuó mejorando en el conjunto del área, registrando tasas positivas de crecimiento por segundo mes consecutivo en enero. Por sectores, la contracción de los préstamos a sociedades no financieras siguió moderándose en tasa interanual, hasta situarse en el 0,9 %, en términos ajustados de titulización y ventas (véase gráfico 8). Por su parte, los préstamos a hogares incrementaron el ritmo de expansión, hasta alcanzar una tasa interanual del 0,9 %. El agregado monetario amplio M3 creció también a un ritmo mayor, del 4,1 % interanual.

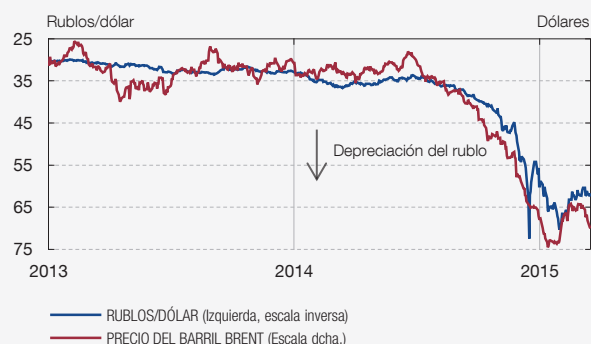
La economía rusa, que venía desacelerándose desde 2012, ha afrontado dos importantes perturbaciones durante el último año: el descenso de los precios del crudo desde el mes de julio y las sanciones internacionales impuestas por el conflicto que mantiene abierto con Ucrania, especialmente las relacionadas con las limitaciones de acceso a los mercados de capitales internacionales, que fueron endureciéndose gradualmente a lo largo del pasado ejercicio. Ambos factores han afectado sustancialmente a esta economía: el rublo se depreció en la segunda mitad de 2014 más de un 40 % con relación al dólar —si bien, más recientemente, se ha producido una corrección parcial tras la estabilización del precio del petróleo, como se puede apreciar en el gráfico 1—, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2014 se situó en el -2,2 % y la inflación alcanzó el 16,7 % en febrero de este mismo año.

La respuesta de política económica de las autoridades rusas ha sido rápida. A partir del pasado 10 de noviembre se permitió la libre flotación del rublo, eliminando la banda de fluctuación cambiaria con una cesta de divisas y poniendo fin a las intervenciones regulares en el mercado. En noviembre y diciembre se incrementaron fuertemente los tipos de interés de referencia, hasta el 17 %, para frenar la depreciación del rublo, si bien desde enero se han reducido en dos ocasiones, quedando en el 14 %, ante el

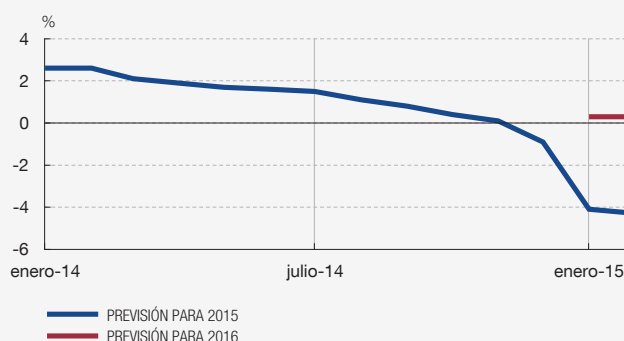
declive de la actividad económica. El apoyo al sector financiero también ha sido decidido, para paliar los problemas de financiación y el deterioro de la calidad de los activos de un sistema bancario muy fragmentado y con multitud de pequeñas entidades poco capitalizadas. También algunas entidades financieras de mayor dimensión han recibido ayudas públicas. Desde el punto de vista fiscal, se han puesto en marcha medidas de contención del presupuesto y acciones estabilizadoras de la demanda. Cabe destacar que el margen de maniobra para hacer frente a estas circunstancias es más amplio que en crisis anteriores, en términos de unas cuentas públicas más saneadas (superávit público y deuda pública en el 11 % del PIB) y una posición del sector exterior más holgada (las reservas en 2014 representaban el 60 % de su deuda externa bruta), contando además con fondos soberanos de cierta entidad. No obstante, la prolongación de estas perturbaciones terminaría por dañar muy gravemente a la economía rusa. De hecho, la revisión de las previsiones de crecimiento para 2015 ha sido ya sustancial: desde registros en el entorno del 1,5 %, según el consenso de analistas en julio de 2014, a tasas por debajo del -4 % en febrero de 2015 (véase gráfico 2).

A pesar de la importancia global de Rusia en diversas dimensiones —es el país más extenso del mundo, el sexto más grande en

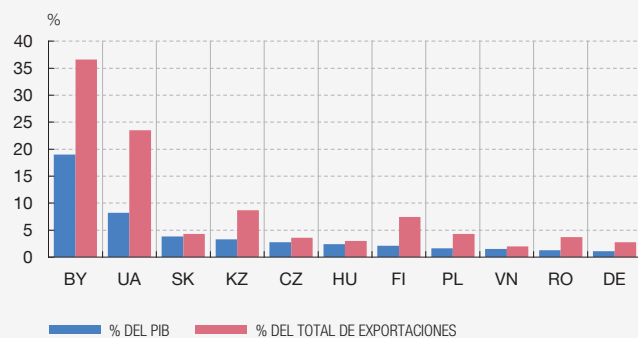
1 EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL RUBLO Y DEL PRECIO DEL PETRÓLEO



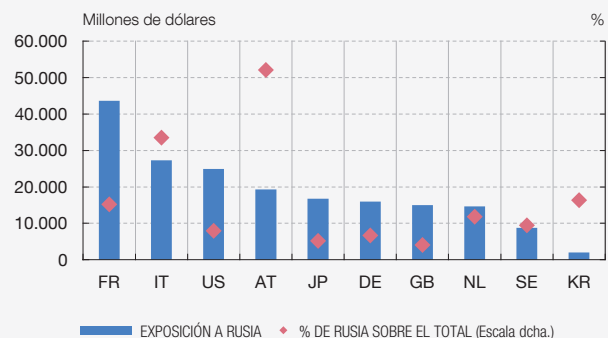
2 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB EN RUSIA EN 2015 Y 2016



3 EXPOSICIÓN COMERCIAL (a)  
(Tercer trimestre de 2014)



4 EXPOSICIÓN A RUSIA DE LA BANCA DE OTROS PAÍSES



FUENTES: Datastream, Consensus Forecast y Banco de Pagos Internacionales.

a Datos correspondientes a los últimos cuatro trimestres, hasta el tercer trimestre de 2014.



términos del PIB (medido en paridad de poder adquisitivo), el noveno en términos de población, el segundo productor de crudo y se considera que es el que dispone de mayores reservas minerales sin explotar—, sus limitados vínculos comerciales y financieros con el exterior atenúan el impacto potencial que la evolución de su economía pueda tener sobre el resto del mundo.

Las relaciones comerciales con el resto del mundo —excluidas las economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), como Bielorrusia y Ucrania, y las de los países bálticos— son relativamente modestas: las exportaciones dirigidas a Rusia suponen un porcentaje relativamente pequeño de las exportaciones totales o del PIB de los distintos países (véase gráfico 3). Mayor relevancia tiene el suministro de petróleo y gas ruso. Además de algunos países de la CEI, las economías que presentan mayor dependencia de la energía rusa son los países bálticos, Finlandia, Bulgaria, Serbia, República Checa y Eslovaquia.

En relación con el canal financiero, la exposición de la banca de otros países a la economía rusa es limitada y se concentra en un número reducido de entidades. En el tercer trimestre de 2014 era de 195 mm de dólares, siendo el 59 % posiciones transfronterizas. Las principales exposiciones corresponden a sistemas bancarios europeos y, con las excepciones de Austria y de Italia, están por debajo del 2 % de las exposiciones totales (véase gráfico 4).

Por tanto, los efectos internacionales directos de una crisis económica en Rusia, tanto por el canal comercial como por el financiero, parecen limitados y circunscritos principalmente a los países de su entorno. Los mayores riesgos estarían asociados a una escalada del conflicto geopolítico, que agravase la situación económica de la región, generase un episodio de turbulencias en los mercados financieros que se contagiase a los de otras regiones emergentes y derivase en problemas en el suministro de energía hacia algunas economías europeas.

La política monetaria del BCE ha emprendido una nueva fase de actuación en la que, una vez agotado el recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales en noviembre de 2014, el tamaño y la composición de su balance han pasado a desempeñar un papel mucho más relevante. Así, en dicho mes, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la intención de expandir el tamaño del balance hasta los niveles máximos alcanzados en marzo de 2012 —lo que supondría un incremento neto en torno a 1.000 mm de euros— y su disposición a adoptar medidas no convencionales adicionales en caso necesario (véase gráfico 1). En ese momento, el Consejo contaba para alcanzar dicho objetivo con las medidas de índole no convencional que se habían aprobado desde el verano.

Efectivamente, el Consejo de Gobierno del BCE había introducido en junio una nueva facilidad de financiación a más largo plazo vinculada a la concesión de préstamos (TLTRO, por sus siglas en inglés), y en septiembre dos programas de compras de deuda privada. Estos últimos, conocidos como CBPP3 y ABSPP, por sus siglas en inglés, se dirigían, respectivamente, a bonos bancarios garantizados como las cédulas (o *covered bonds*) y a valores procedentes de titulizaciones (ABS).

De las ocho TLTRO previstas, las dos primeras operaciones, celebradas en septiembre y diciembre, inyectaron un volumen de fondos en torno a 212 mm de euros, liquidez que estuvo en parte destinada a atender el vencimiento de las operaciones a largo plazo conocidas como «VLTRO», que el BCE había llevado a cabo hacía tres años. Por su parte, el CBPP3 y el ABSPP comenzaron a ejecutarse en el último trimestre de 2014 y las adquisiciones, tanto en mercados primarios como en secundarios, alcanzaban en enero cerca de 40 mm de euros.

Como se ilustra en el gráfico 2, el anuncio y la puesta en marcha de estas iniciativas, así como la intención de introducir medidas adicionales en caso necesario, contribuyeron a acentuar el carácter expansivo de las condiciones de financiación de la economía y a una depreciación del euro. De manera singular, hay que destacar la caída en los tipos de interés aplicados en las operaciones de préstamos bancarios. Sin embargo, la experiencia práctica de los meses de funcionamiento transcurridos ponía en duda la suficiencia de las medidas adoptadas para lograr que el balance del BCE se expandiera hasta los valores establecidos como referencia. Las medidas no lograron tampoco revertir la trayectoria de las expectativas de

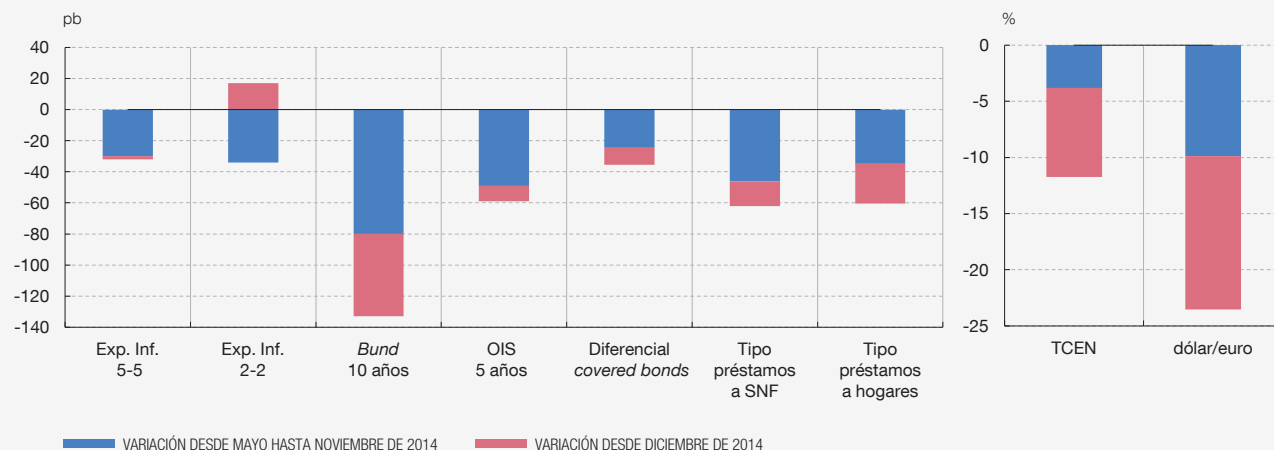
PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS DEL BCE

Tipo de valores	CBPP3	ABSPP	PSPP
	Bonos bancarios garantizados del tipo de las cédulas	Titulizaciones simples	Valores públicos emitidos por administraciones centrales, agencias e instituciones europeas
Inicio	oct-14	dic-14	mar-15
Volumen adquirido (13 de marzo)	56,9 mm	3,7 mm	9,7 mm
Mercado	Primario/secundario		Secundario
Fin	Al menos, hasta septiembre de 2016		
Cuantía prevista	60 mm de euros mensuales desde marzo de 2015		

1 BALANCE DEL EUROSISTEMA



2 EVOLUCIÓN DE INDICADORES FINANCIEROS TRAS LOS ANUNCIOS DEL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

inflación a medio plazo, que, al contrario, continuaron descendiendo en sincronía con la caída de la inflación observada durante la última parte del año como consecuencia del abaratamiento del petróleo.

Esta situación condujo al BCE a intensificar la relajación monetaria con la ampliación de los programas de compra para añadir valores del sector público (véase cuadro adjunto). Así, el 22 de enero, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a partir de marzo, las adquisiciones de su programa de compras incluirían deuda emitida por las administraciones centrales de la zona del euro —con criterios singulares para los países sujetos a programa—, así como agencias e instituciones europeas, con vencimientos que podrían llegar a los treinta años<sup>1</sup>. El propósito es realizar compras por un total de 60 mm de euros mensuales hasta, al menos, septiembre de 2016 y, en cualquier caso, hasta que la inflación recupere una trayectoria que sea compatible con el objetivo de la política monetaria.

En un contexto en el que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado su límite inferior efectivo, la experiencia de otros

bancos centrales ilustra cómo las compras de activos a gran escala introducen un estímulo a la economía cuyos efectos discurrirán a través de varios canales de transmisión. Aparte del impacto directo sobre los precios de los activos adquiridos, cabe esperar un efecto de recomposición de cartera que incrementa la demanda y el precio de activos sustitutos, reduciendo, por ambas vías, los costes de financiación de la economía y provocando un efecto riqueza que favorecerá el aumento del gasto. Un canal adicional particularmente poderoso es el de las expectativas, ya que el compromiso de expansión del balance tiene un efecto señalizador que afianzará las expectativas de que la política monetaria seguirá siendo expansiva durante un período prolongado.

De acuerdo con los últimos datos disponibles, referidos al 13 de marzo, las adquisiciones de activos del Eurosistema alcanzan los 57 mm a través del CBPP3, unos 3,7 mm de ABS y casi 10 mm de valores públicos. Aunque aún es pronto para percibir los efectos sobre las magnitudes macroeconómicas, en el gráfico 2 se comprueba que el anuncio y la puesta en marcha de la ampliación de los programas de compra de valores del BCE han intensificado la mejora de las condiciones financieras —a pesar de que en buena medida había sido anticipado—, han favorecido una cierta corrección de las expectativas de inflación a medio plazo y han propiciado una depreciación del euro más intensa.

---

<sup>1</sup> Las especificidades institucionales de la eurozona condicionaron algunos elementos del diseño del programa. Así, por ejemplo, se ha establecido un régimen parcial de distribución de los riesgos financieros, de manera que solo se compartirá el 20 % de los riesgos de la cartera de valores públicos.

En el primer trimestre de 2015, la situación económica y política en Grecia volvió a constituirse en un foco de tensiones en la zona del euro. El contexto de inestabilidad política en el país, que condujo a la convocatoria de elecciones anticipadas, impidió, en diciembre de 2014, que concluyera con éxito la revisión del segundo programa de asistencia<sup>1</sup>, así como el desembolso de los fondos pendientes. Ante estas circunstancias, el Eurogrupo acordó la extensión del programa por dos meses, hasta febrero de 2015.

Las elecciones legislativas que se celebraron el 25 de enero arrojaron una holgada victoria para la coalición Syriza, cuyo programa electoral incorporaba algunas medidas —como la reestructuración de la deuda del Estado griego y la reversión de algunas privatizaciones y reformas estructurales— que entraban en contradicción con el cumplimiento de los compromisos derivados del pro-

grama de asistencia. Las tensiones entre el nuevo Gobierno y el Eurogrupo surgieron pronto, ante el anuncio por parte del primero de diversas iniciativas políticas que se interpretaron como un incumplimiento unilateral de las obligaciones contraídas por el Estado griego en el ámbito del programa de asistencia, que abría la puerta a escenarios extremos (entre los que no se podía descartar incluso la salida de Grecia del área del euro). Ello se reflejó en un repunte de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública griega (véase gráfico 1), en un desplome de las cotizaciones bursátiles y en una sustancial retirada de depósitos de las entidades bancarias helenas (véase gráfico 2). A diferencia de lo observado en episodios anteriores, el contagio a otros países del área fue muy limitado.

En febrero se abrió un proceso de negociaciones entre el Gobierno griego y los socios e instituciones europeas en búsqueda de un acuerdo satisfactorio para ambas partes, que, además, debía alcanzarse con premura, dado que la extensión del programa finalizaba el 28 de febrero. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) decidió dejar de admitir como colateral en las operaciones del Eurosistema los valores de deuda pública griega —en aplica-

1 El programa lo cofinancian la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Mientras que estaba previsto que la parte del programa perteneciente a la FEEF expirara en diciembre de 2014, la correspondiente al FMI no lo hará hasta el primer trimestre de 2016.

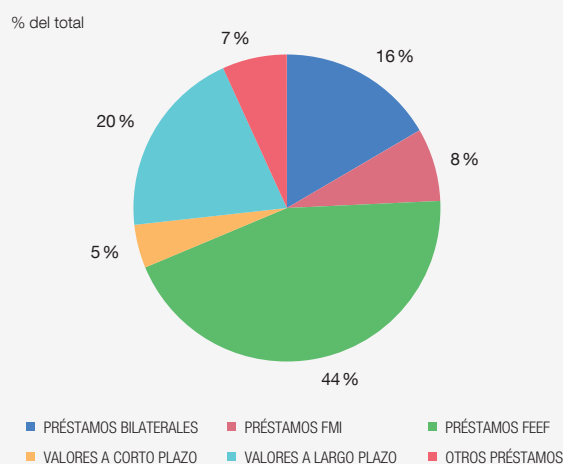
1 GRECIA. DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



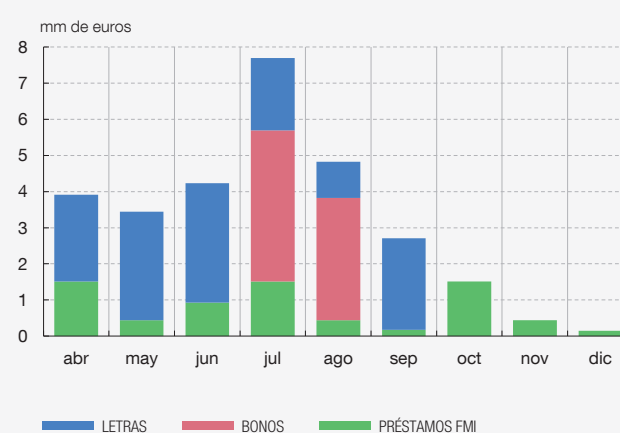
2 DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN BANCOS GRIEGOS (a)



3 DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA GRIEGA (b)



4 VENCIMIENTOS DE DEUDA PÚBLICA DE GRECIA EN 2015



FUENTES: Banco de Grecia, Bloomberg, Bruegel, Fondo Monetario Internacional, Ministerio de Finanzas de Grecia y Reuters.

a Datos de fin de mes.

b Enero de 2015.

ción de la normativa y ante la imposibilidad de asegurar una conclusión satisfactoria de la revisión del programa—, al tiempo que amplió, en sucesivas ocasiones, el límite aplicable por parte del Banco de Grecia al procedimiento de Provisión Urgente de Liquidez (ELA, de acuerdo con sus siglas en inglés), con objeto de aliviar las tensiones causadas en los bancos griegos por la salida de depósitos.

Tras la solicitud formal de Grecia, el Eurogrupo acordó el 20 de febrero considerar la extensión por cuatro meses del programa de asistencia financiera. El acuerdo detallaba los pasos que deberían producirse para ello, que fueron acometiéndose en los días sucesivos. En particular, el Gobierno griego presentó una propuesta inicial de reformas, basadas en el programa actual, que el Eurogrupo consideró un punto de partida válido para la conclusión de su revisión, lo que permitió, una vez cumplimentados los procedimientos nacionales necesarios, la aprobación por parte de la FEEF de la extensión del programa hasta el 30 de junio.

En virtud de este acuerdo, el Gobierno griego ha asumido el compromiso de no tomar acciones unilaterales que, a juicio de las instituciones europeas, puedan afectar negativamente a los objetivos fiscales del programa, al crecimiento económico o a la estabilidad financiera. También se ha comprometido a cumplir las obligaciones financieras que tiene con sus acreedores (en su mayor parte, públicos, como se aprecia en el gráfico 3), mantener los superávits fiscales primarios apropiados para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública y acometer un programa amplio y profundo de reformas. Por su parte, las instituciones europeas han declarado que tendrán en consideración las circunstancias económicas pre-  
valecientes a la hora de revisar el objetivo de superávit primario

para 2015, y se han mostrado abiertas a discutir los objetivos fiscales para años sucesivos. El compromiso alcanzado también permite a Grecia sustituir, de mutuo acuerdo con sus socios, algunas de las medidas del programa por otras equivalentes. Antes de proceder a cualquier desembolso, el Gobierno griego deberá especificar con mayor detalle la lista de reformas y deberá alcanzarse un acuerdo sobre aquella antes de finales de abril.

El acuerdo entre Grecia y el Eurogrupo proporciona el tiempo necesario para la conclusión de la revisión del programa en marcha, que constituye a su vez el requisito para proceder con los desembolsos pendientes<sup>2</sup>, concluir el programa satisfactoriamente y negociar un marco postprograma que garantice la estabilidad financiera y permita al país superar definitivamente la profunda crisis en que se encuentra. Con todo, el escenario de negociación política que se anticipa es particularmente complejo. Los compromisos de pago de deuda que debe afrontar el Gobierno griego a corto plazo (véase gráfico 4), la falta de confianza de los inversores internacionales y las necesidades de liquidez de los bancos griegos son factores que requerirán especial atención en los próximos meses.

---

2 Los fondos disponibles antes de la conclusión del programa son los siguientes: 1,8 mm de euros del último tramo de ayuda del programa, cuyo desembolso requiere la aprobación del Eurogrupo; 10,9 mm de euros en bonos de la FEEF en manos del Fondo de Estabilidad Financiera de Grecia (HFSF, por sus siglas en inglés), que podrán usarse exclusivamente para cubrir costes de recapitalización y resolución bancaria, previo requerimiento del BCE/Mecanismo Único de Supervisión; y 1,9 mm de euros correspondientes a los beneficios obtenidos en 2014 por el BCE en el Programa del Mercado de Valores, cuyo pago exige la autorización del Eurogrupo.

### 3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

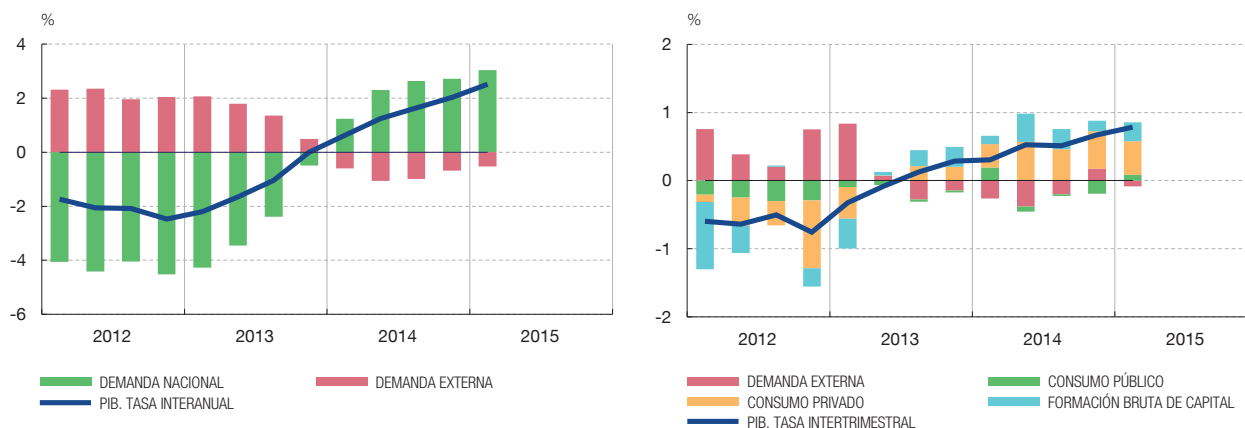
La información más reciente acerca de la evolución coyuntural de la economía española apunta a una continuación del período de expansión de la actividad iniciado hace algo más de año y medio. En concreto, se estima que, en el primer trimestre de 2015, el PIB podría haber crecido a una tasa intertrimestral del 0,8 % (véase gráfico 9), una décima más que en el período comprendido entre octubre y diciembre de 2014, según las cifras más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR).

Los resultados de la CNTR del cuarto trimestre de 2014 confirmaron la prolongación de la fortaleza de la demanda interna privada y la intensificación del ajuste del consumo público, y revelaron una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del producto (en un contexto de debilidad de exportaciones e importaciones). Cabe destacar, además, el fuerte crecimiento del empleo, del 2,4 % en tasa interanual, lo que dio lugar a un retroceso de la productividad, y el mantenimiento de la moderación salarial.

La composición del crecimiento del producto en el primer trimestre del año no habría experimentado, a tenor de la información disponible, cambios sustanciales con respecto al patrón que se acaba de describir para el período de octubre-diciembre. En concreto, el empleo habría mantenido su elevado dinamismo en los primeros meses del presente ejercicio, de modo que, en tasa intertrimestral, podría crecer un 0,7 %, ritmo similar al del trimestre precedente. Los precios de consumo han seguido registrando tasas de variación negativas (del -1,1 % en febrero en términos del IPC), como consecuencia del intenso retroceso del precio del petróleo. Sin embargo, tanto el IPSEBENE como el IPC no energético han mostrado un leve repunte al comienzo del año, con un aumento de la tasa interanual, en ambos casos, desde el 0 % en diciembre al 0,2 % en febrero.

Uno de los factores que ha servido de soporte a la actividad al comienzo del año ha sido la prolongación de la mejoría de las condiciones financieras observada en trimestres anteriores. Esta evolución se ha visto favorecida por el anuncio, en enero, de la ampliación del programa de compra de activos del Eurosistema, mientras que las dificultades en las negociaciones con el nuevo Gobierno heleno para la prórroga de la asistencia financiera a Grecia están teniendo, de momento, un impacto limitado sobre los mercados financieros en nuestro país. En la fecha de cierre de este artículo, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se situaba por debajo del 1,2 %, cifra 44 pb inferior a la del cierre de 2014, y próxima al mínimo histórico alcanzado a mediados de marzo, y el diferencial con la referencia alemana al mismo plazo acumulaba un descenso de 8 pb, hasta los 100 pb (véase gráfico 10). Durante este período, también han disminuido las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por las empresas financieras y, en mayor medida, las de las sociedades no financieras, al tiempo que el IBEX 35 se ha revalorizado un 11,1 %. En el mercado interbancario, los tipos de interés han descendido ligeramente, alcanzando mínimos históricos (cerca de 0,2 %, en el caso del euríbor a un año).

La mejoría de las condiciones de financiación en los mercados financieros mayoristas se ha seguido trasladando a los costes de los nuevos créditos concedidos a hogares y sociedades, que han descendido durante los últimos meses en prácticamente todos los segmentos (véase recuadro 4), favoreciendo el crecimiento del volumen de las nuevas operaciones crediticias en términos interanuales. De este modo, aunque el saldo de la deuda del sector privado continúa cayendo, lo hace a ritmos más moderados. De acuerdo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

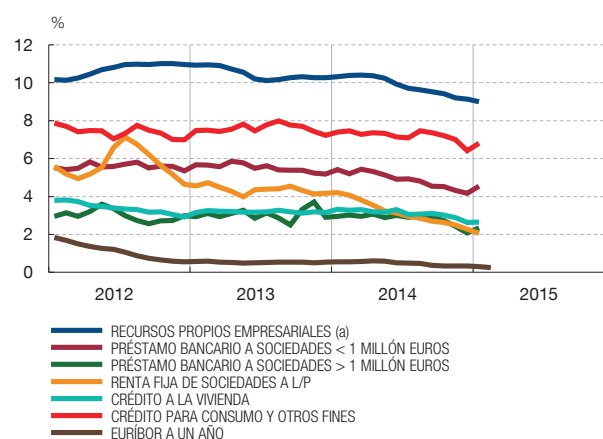
a Series ajustadas de estacionalidad.

## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

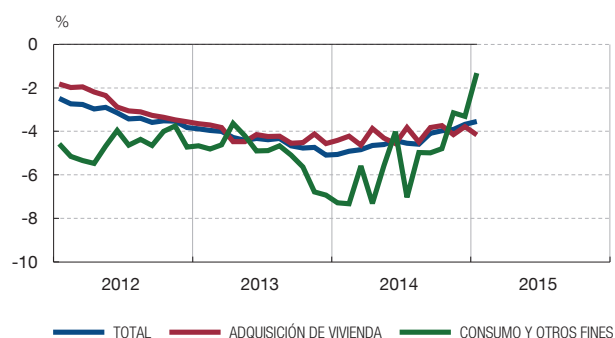
### MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



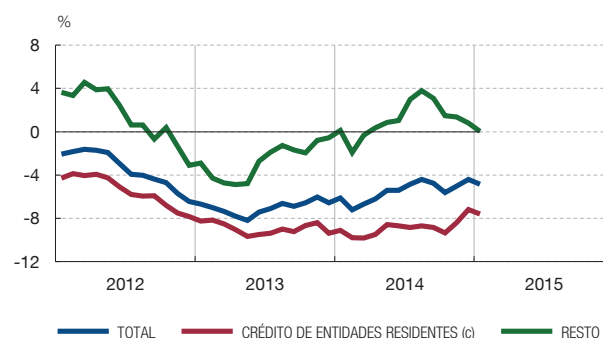
### COSTE DE FINANCIACIÓN



### CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



### FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

b El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.

c Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

con la información de avance disponible, el retroceso de los pasivos de empresas y familias y de sus costes medios de financiación habría permitido que los ratios de endeudamiento y carga financiera de ambos sectores volviesen a descender en el cuarto trimestre de 2014.

### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares estaría prolongando, al inicio de 2015, el tono expansivo mostrado en el tramo final del año pasado. En concreto, la tasa de crecimiento intertrimestral en el primer trimestre de 2015 podría cifrarse en torno al 0,8 %, una décima menos que en el período de octubre-diciembre (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, el nivel del indicador de confianza de los consumidores registró un aumento sustancial en los dos primeros meses del año con respecto al trimestre anterior, impulsado, sobre todo, por el componente relativo a las perspectivas futuras de desempleo. Además, prosiguió la mejora sostenida que el indicador de confianza del comercio minorista viene mostrando desde el comienzo de 2013. En cambio, los indicadores cuantitativos relacionados con el consumo apuntan a un comportamiento posiblemente algo menos dinámico que en el trimestre precedente. En concreto, los ritmos de crecimiento de las matriculaciones de vehículos particulares y del índice de producción industrial de bienes de consumo se desaceleraron ligeramente al comienzo del año, según los datos disponibles, que comprenden hasta febrero, en el primer caso, y hasta enero, en el segundo.

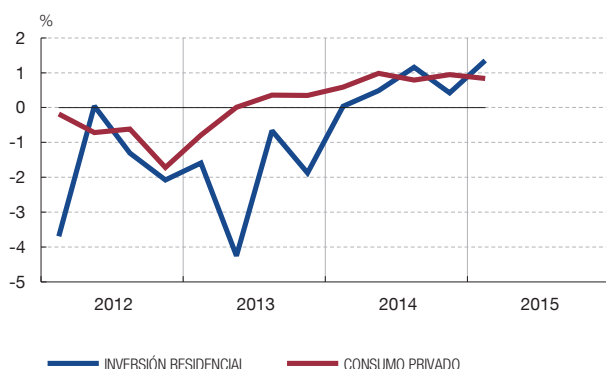
En el cuarto trimestre de 2014, la inversión residencial creció un 0,4 % intertrimestral, completando así cuatro trimestres consecutivos de avances, lo que parece marcar un cambio de ciclo para este componente de la demanda (véase gráfico 11). Los indicadores disponibles apuntan al mantenimiento de esta trayectoria en los primeros meses del año, en un contexto en que los visados de obra nueva registraron un pequeño repunte en el promedio de 2014. Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda aumentaron un 20 % en el cuarto trimestre del año pasado (y un 22 % en el conjunto del ejercicio, con un nivel de operaciones en torno a 30.000, en promedio mensual). Esta recuperación, que se concentra en el segmento de las ventas de viviendas usadas, sigue beneficiándose del dinamismo de las compras de ciudadanos extranjeros, al que se ha sumado recientemente el impulso de las adquisiciones por parte de residentes españoles. Los precios de la vivienda libre aumentaron, según los datos publicados por el INE, un 0,2 % intertrimestral en el cuarto trimestre de 2014, lo que se corresponde con una tasa interanual del 1,8 % (véase gráfico 11). De esta forma, en el conjunto de 2014, el precio de la vivienda libre aumentó un 0,3 %, después de seis años de retrocesos.

La evolución expansiva del gasto de los hogares en el período transcurrido del año ha ido pareja al dinamismo del empleo, reflejado en los datos de afiliación a la Seguridad Social hasta febrero. Este comportamiento del mercado de trabajo está impulsando la renta de los hogares, cuyo avance se está viendo favorecido también por la reforma impositiva que entró en vigor al inicio del año, el abono de una cuarta parte de la paga extra de los empleados públicos que fue suprimida en diciembre de 2012 y, de modo muy relevante, el impacto positivo de las caídas de precios de consumo sobre el poder de compra. Un factor de impulso adicional viene dado por la mejora de los condicionantes financieros.

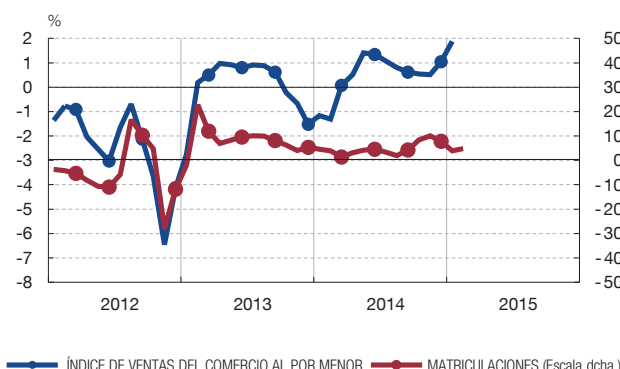
En este último sentido, tanto el coste de los créditos destinados a la adquisición de vivienda como el de los otorgados para consumo y otros fines han descendido durante los últimos meses, hasta situarse en enero, último dato disponible, en el 2,7 % y el 6,8 %, respectivamente (véase gráfico 10). Esta mejoría en las condiciones de financiación de las familias continuó favoreciendo un mayor dinamismo de la actividad en los mercados crediticios, como reflejan las cifras del importe de las nuevas operaciones, que siguieron



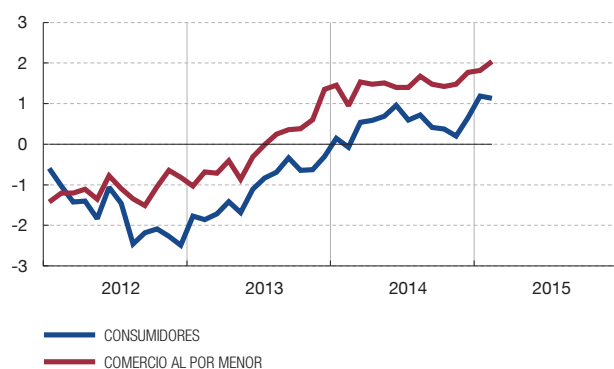
GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



INDICADORES DE CONSUMO (b)



INDICADORES DE CONFIANZA (c)



PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

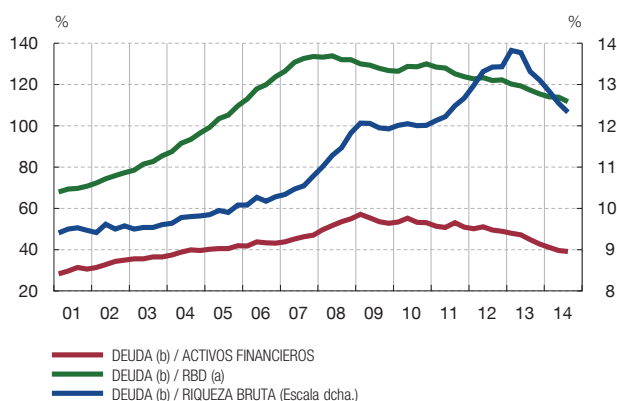
c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

d Suma móvil de 12 meses.

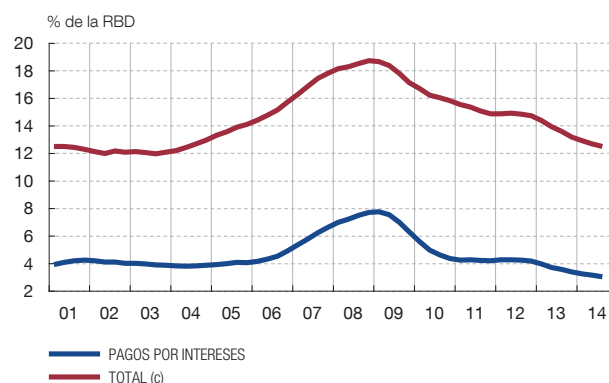
elevándose, en términos interanuales, durante los últimos meses. Ello se reflejó también en una nueva disminución del ritmo de descenso interanual del saldo de crédito bancario concedido a este sector, que se situó en el 3,5 % en enero. El desglose por finalidades evidencia una importante moderación del retroceso del destinado a consumo y otros fines, hasta el -1,3 %, mientras que la caída interanual del crédito para compra de vivienda repuntó ligeramente, hasta el -4,2 %. Los datos provisionales correspondientes a febrero apuntan a una continuidad en la pauta de menor contracción de los pasivos de este sector. En línea con estos desarrollos, las entidades participantes en la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) respondieron en la edición de enero que durante el último trimestre de 2014 detectaron un aumento de la demanda en los dos segmentos, mientras que señalaron que no habían modificado sus criterios de concesión de préstamos.

Por otra parte, la información de avance disponible para el cuarto trimestre de 2014 sugiere que, en conjunto, la situación patrimonial de los hogares habría mejorado. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la RBD habrían descendido, prolongándose la tendencia de los trimestres anteriores (véase gráfico 12), al tiempo que la riqueza de las familias apenas habría variado, ya que tanto el componente inmobiliario como el financiero habrían registrado variaciones poco significativas.

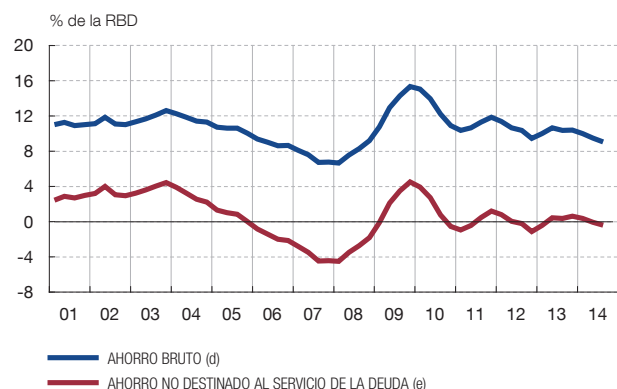
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



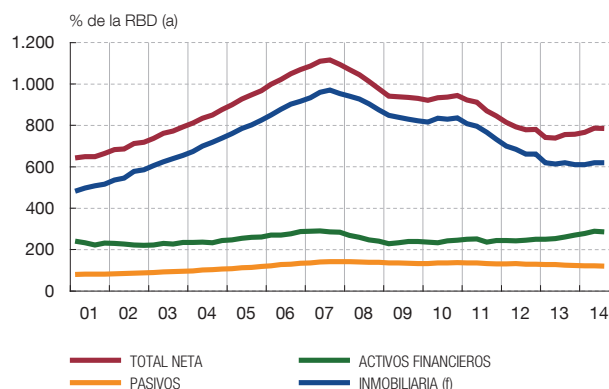
CARGA FINANCIERA (a)



AHORRO (a)



RIQUEZA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.  
 b Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.  
 c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.  
 e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.  
 f Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

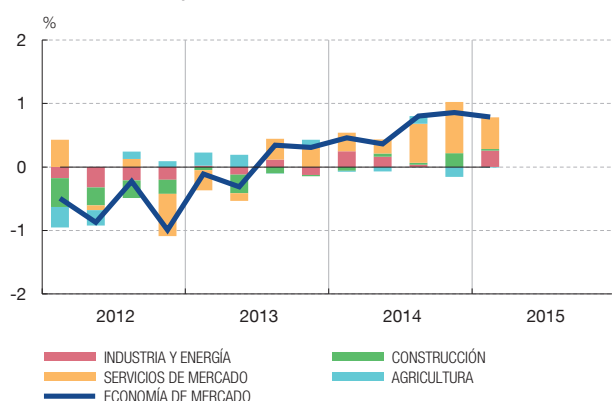
### 3.2 La actividad de las empresas

La actividad empresarial estaría manteniendo durante el primer trimestre del año la pauta con la que finalizó el año 2014, en consonancia con el tono positivo tanto de la demanda final como de las condiciones financieras (véase gráfico 13).

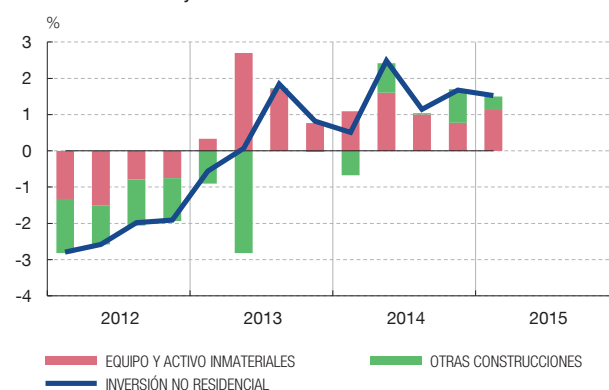
En la industria, los indicadores cualitativos han seguido mostrando una evolución favorable en los dos primeros meses del año. Así, el PMI de manufacturas intensificó su tono expansivo de finales de 2014, impulsado, principalmente, por las ramas de producción de bienes de equipo e intermedios, mientras que el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea registró modestos avances adicionales, liderado por el componente de expectativas de producción para los próximos meses. Entre los indicadores cuantitativos, el ritmo de avance del índice de producción industrial (IPI), en términos de la tasa de variación entre el período de tres meses que acaba en enero y los tres meses precedentes, registró un ligero repunte, concentrado en los bienes intermedios no energéticos y, sobre todo, en los energéticos.

Los indicadores cualitativos relativos a los servicios (esto es, el indicador de confianza de la Comisión Europea y los índices PMI de actividad comercial y de pedidos) han registrado

VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)  
Tasas intertrimestrales y contribuciones



INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)  
Tasas intertrimestrales y contribuciones



INDICADORES DE ACTIVIDAD



INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento, Markit, Oficemen y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

un avance notable en el inicio de 2015, prolongando el tono positivo de trimestres anteriores. En esta línea se comportó también el indicador de ventas de las grandes empresas del sector, que registró un notable avance intermensual en enero.

La recuperación del valor añadido de las empresas del sector de la construcción iniciada en el segundo trimestre de 2014 se habría prolongado al inicio de 2015. Entre los indicadores contemporáneos destaca el favorable comportamiento del número de afiliados a la Seguridad Social en estas ramas, que en el período de enero-febrero intensificó su trayectoria de mejora. Por su parte, el consumo aparente de cemento mantuvo en enero un crecimiento interanual similar al del tramo final del pasado año. Por tipo de obra, se estima que la trayectoria de recuperación de la actividad constructora de los últimos trimestres es atribuible al mayor ritmo de crecimiento tanto del componente residencial como del no residencial. La información disponible apunta hacia una prolongación de estas tendencias en ambos segmentos, según se desprende de los datos hasta diciembre relativos a la licitación de obra civil y a la concesión de visados de obra nueva residencial.

Con la información disponible, de carácter muy parcial, la inversión empresarial estaría creciendo a un ritmo ligeramente superior al mostrado en el tramo final del pasado año. En concreto, la inversión en bienes de equipo podría avanzar en el primer trimestre a una

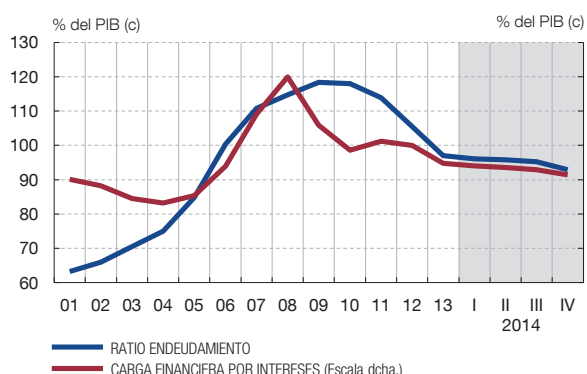
tasa intertrimestral en el entorno del 2 % (véase gráfico 13). Esta proyección se apoyaría en los indicadores de carácter cualitativo, entre los que destaca el referido a la cartera de pedidos procedentes del exterior, que mantuvo un nivel elevado en febrero. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga habrían suavizado hasta ese mismo mes su ritmo de crecimiento en términos de la media móvil de tres meses.

Como en el caso del gasto de los hogares, la actividad empresarial también se ha visto alentada en el período más reciente por la mejora de las condiciones financieras. Durante los últimos meses, el tipo de interés de los créditos bancarios de importe superior a un millón de euros ha tendido a reducirse, situándose en enero (último dato disponible) en el 2,3 %, mientras que el aplicado en las operaciones de menor cuantía (segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes), que disminuyó en mayor medida entre mediados de 2013 y el tercer trimestre de 2014, se encontraba a principios de 2015 en torno a los niveles de septiembre del pasado año (4,5 %; véase gráfico 10). También descendió el coste de las otras fuentes de financiación de las empresas: el de las emisiones de corto plazo cayó hasta situarse por debajo del 1 %; el de las de la renta fija a largo plazo, hasta el 2,1 %, y el de los recursos propios, hasta el 9 %.

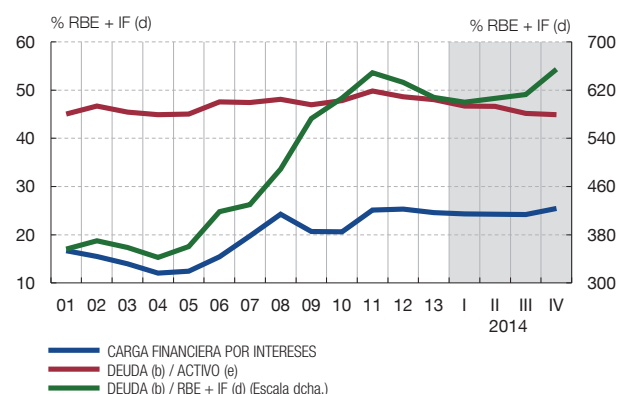
El ritmo de contracción interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras continuó moderándose, hasta situarse en enero en el 4,8 %. Por instrumentos, se observó una atenuación del descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes, hasta situarse en el 7,6 %, y un mayor dinamismo de los valores de renta fija, que pasaron a crecer a una tasa próxima al 2 %. Los datos provisionales correspondientes a febrero apuntan a una prolongación de estas tendencias. Por su parte, la información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre, sigue mostrando ritmos de contracción más elevados en las ramas de construcción y servicios inmobiliarios (alrededor del 12 %-14 %), mientras que en el resto de los sectores las tasas de disminución son más moderadas; en concreto, la correspondiente a la industria se redujo de forma significativa (desde el 7,4 % del tercer trimestre al 2,1 % del cuarto), mientras que la de los préstamos destinados a los servicios no financieros ni inmobiliarios repuntó 1 pp, hasta el 3,5 %. Durante los últimos meses, los volúmenes brutos de las nuevas operaciones crediticias continuaron aumentando, en términos interanuales, en el segmento de las operaciones inferiores a un millón de euros, y retrocediendo en el de mayor cuantía (en el que se recogen fundamentalmente los préstamos de las empresas de mayor tamaño). Al igual que en el caso de la financiación a los hogares, las entidades participantes en la EPB señalaron en la edición de enero que, durante el cuarto trimestre de 2014, detectaron un incremento de las peticiones de préstamos, que fue más marcado en las procedentes de las pymes, mientras que respondieron que no habían modificado los criterios de concesión aplicados. Por otra parte, los datos «micro» basados en la Central de Información de Riesgos del Banco de España evidencian que la proporción de empresas cuyo saldo de crédito no descendió durante los últimos 12 meses mantuvo una tendencia alcista, al igual que la proporción de solicitudes de créditos aceptadas.

Por último, la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras, del que solo se dispone de datos de avance para el cuarto trimestre de 2014, habría mejorado, en conjunto, en este período. En concreto, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB habrían seguido reduciéndose, como resultado tanto del descenso de los recursos ajenos como del crecimiento del denominador (véase gráfico 14). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) se prolongó la senda de paulatina recuperación de la actividad en casi todos los sectores, y el VAB mostró un ligero incremento, del 0,2 % en 2014, frente al retroceso del 4,2 % en

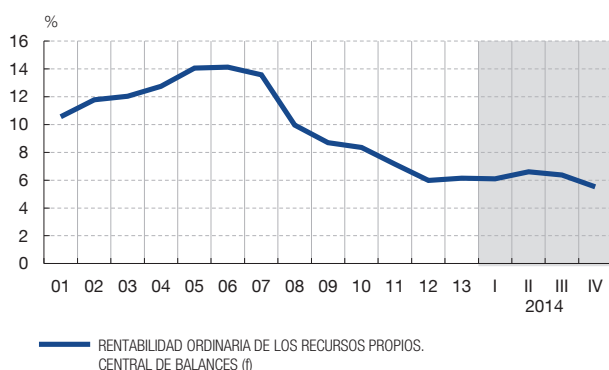
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



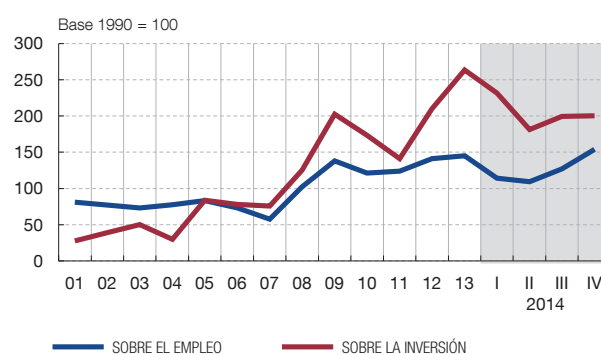
ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



RENTABILIDAD



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

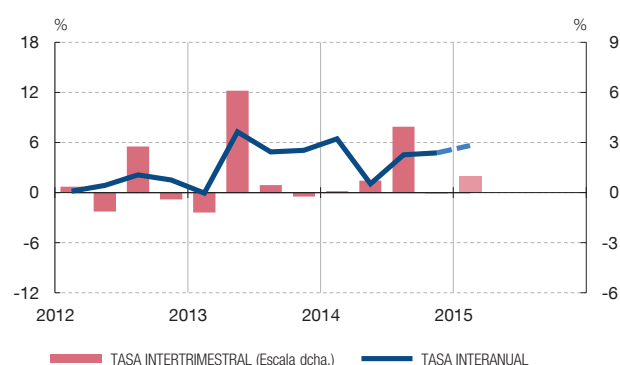
- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de la Central de Balances Anual (CBA). Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Definido como Resultado ordinario neto / Recursos propios medios.
- g Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

2013. Este sería, además, más pronunciado (del 0,9 %) si se excluyen las sociedades de refino de petróleo (cuyo excedente se redujo significativamente como consecuencia de los menores márgenes). A pesar de ello, el fuerte descenso de los ingresos financieros llevó a que el resultado ordinario neto se contrajera en 2014 un 11,3 %, lo que, a su vez, se reflejó en un retroceso de 0,5 pp de la rentabilidad media del activo para esta muestra. Por su parte, la caída de los pasivos ajenos se tradujo en disminuciones de la ratio de deuda sobre activos. La de carga financiera, en cambio, presentó un leve ascenso, ya que la reducción del denominador fue más intensa que la del numerador. Como efecto conjunto de todos estos cambios, repuntó el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo, mientras que el vinculado a la inversión apenas varió.

### 3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

De acuerdo con la información disponible relativa al primer trimestre, todavía muy incompleta, la demanda exterior neta podría ejercer una aportación muy reducida o incluso negativa al crecimiento intertrimestral del PIB del trimestre en curso, tras la contribución de 0,2 pp registrada en el tramo final de 2014. La información disponible apunta a un debilitamiento de los flujos comerciales en enero (véase gráfico 15), aunque la evolución de sus

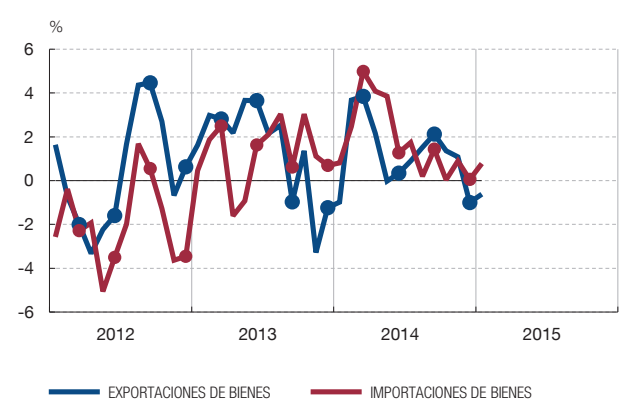
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



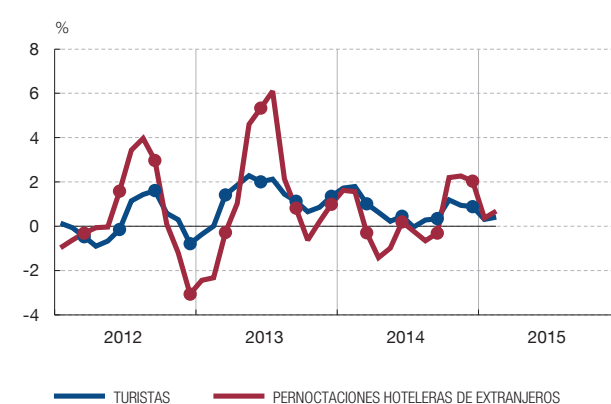
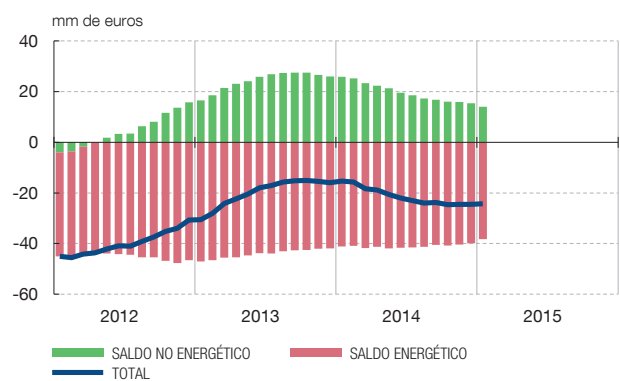
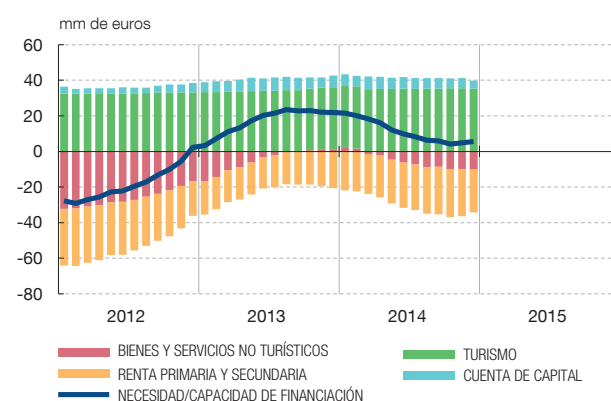
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



INDICADORES DE TURISMO (c)

COMERCIO EXTERIOR DE BIENES  
Cifras acumuladas de los últimos doce mesesDESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)  
Cifras acumuladas de los últimos doce meses

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.  
 b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.  
 c Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.  
 d Datos conforme al sexto manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

determinantes sugiere que deberían cobrar un mayor vigor en los meses posteriores. En concreto, una eventual mejora de las perspectivas sobre las ventas al exterior se sustentaría sobre el repunte en el crecimiento de los mercados de exportación (particularmente, de la zona del euro) y las ganancias de competitividad asociadas a la depreciación del tipo

de cambio. La fortaleza de la demanda interna justificarían un mayor vigor de las importaciones en el conjunto del trimestre.

Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes retrocedieron un 3 % interanual en enero, frente al avance del 6,1 % del cuarto trimestre. El comportamiento observado fue desigual por grupos de productos. Así, las ventas al exterior de bienes de equipo experimentaron el retroceso más pronunciado, cercano al 20 %, descenso que, en parte, se explica por el efecto base de algunas transacciones específicas de gran volumen que tuvieron lugar en enero de 2014. Además, las exportaciones de bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, mostraron también una reducción acusada. Por el contrario, las ventas de bienes de consumo duradero intensificaron su dinamismo. Por áreas geográficas, la debilidad se concentró en las extracomunitarias, en particular las dirigidas a China y resto del Sudeste asiático y a Rusia. El comportamiento del turismo habría sido también favorable al inicio de 2015, de acuerdo con los indicadores disponibles, aunque se habría producido una cierta pérdida de dinamismo con respecto al final del año pasado. En particular, las entradas de turistas extranjeros registraron en el promedio de enero y febrero un aumento interanual del 4,5 %, frente al 5,9 % del cuarto trimestre de 2014. Además, el ritmo de crecimiento de las pernoctaciones hoteleras se moderó en ese mismo período en casi 2 pp, hasta el 1,9 %. Por otro lado, el gasto nominal de los turistas mostró una notable recuperación en enero, gracias al notable incremento del gasto medio por persona y día, que parece anticipar un buen comportamiento de los ingresos en el primer trimestre.

Las importaciones reales de bienes también retrocedieron en enero, a una tasa interanual del -0,8 %, tras el aumento del 7 % del cuarto trimestre de 2014. La ralentización de las compras exteriores fue generalizada por grupos de productos, con la excepción de los bienes de equipo, que mostraron un repunte acusado. Desde el punto de vista de su desglose geográfico, la desaceleración de las importaciones recayó principalmente sobre las extracomunitarias.

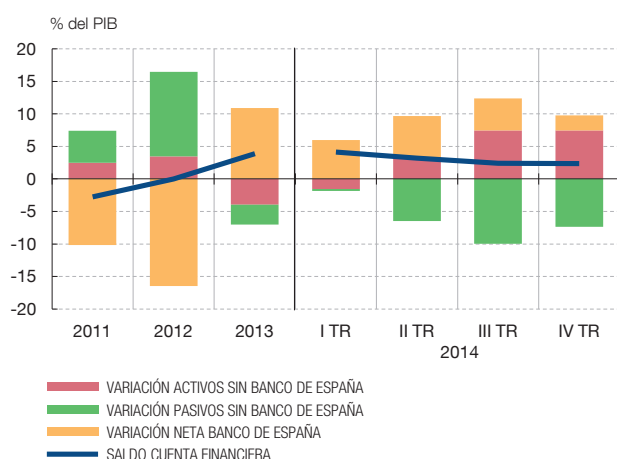
De acuerdo con los datos de avance de Balanza de Pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un superávit acumulado de 1,2 mm de euros en 2014, frente al superávit de 15,1 mm en 2013<sup>1</sup>. Este empeoramiento del saldo, que se concentró en la primera mitad del año, se explica, principalmente, por la disminución del superávit de bienes y servicios no energéticos y por el aumento del déficit de rentas primarias y secundarias (véase gráfico 15). Por su parte, la factura energética comenzó a reducirse en la segunda mitad de 2014, reflejando el impacto del descenso del precio del petróleo, tendencia que se ha prolongado en los primeros meses de 2015.

Por lo que respecta a los flujos financieros con el resto del mundo, en el cuarto trimestre de 2014, los no residentes realizaron inversiones en la economía española por un importe próximo a los 7,6 mm de euros, que se canalizaron fundamentalmente a través de inversiones en cartera (en las rúbricas de inversiones directas y otra inversión el flujo fue, en cambio, negativo). Por su parte, las tenencias de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, se mantuvieron, en conjunto, estables (por componentes, aumentaron las inversiones directas y en cartera, en una magnitud similar a la contracción

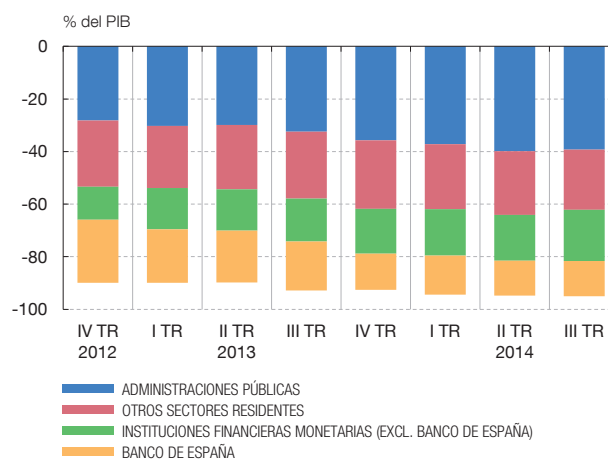
---

<sup>1</sup> Es importante destacar que los datos de avance de 2014 son susceptibles de experimentar revisiones de mayor entidad que en años pasados, por lo que los resultados ahora disponibles deben ser considerados como provisionales. La causa son los cambios significativos que tuvieron lugar el pasado año en el procedimiento de elaboración de la Balanza de Pagos, entre los que cabe destacar la sustitución de las fuentes de información para una parte sustancial de sus componentes. A finales del próximo mes de marzo se publicará un primer cierre del año, con la difusión de los datos detallados del cuarto trimestre de 2014.

CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

de la otra inversión). La entrada neta de fondos durante este período, unida a la capacidad de financiación de la nación, se reflejó en un nuevo descenso de la posición deudora frente al exterior del Banco de España (véase gráfico 16). Los datos más recientes de la Posición de Inversión Internacional, correspondientes al tercer trimestre de 2014, evidencian que, a pesar de la capacidad de financiación de la economía española, durante esos meses se registró un ligero incremento (de 0,2 pp) en su posición deudora neta frente al resto del mundo, hasta el 95 % del PIB, que se explica por las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio.

### 3.4 El mercado de trabajo

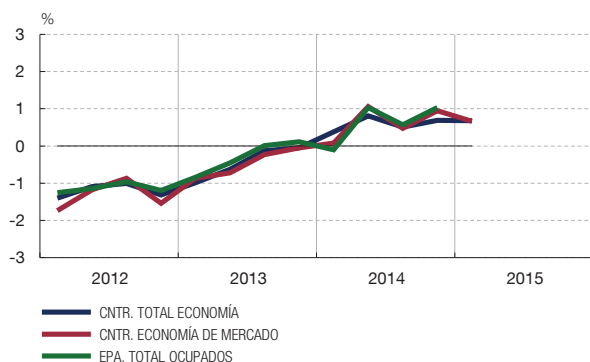
En el inicio de 2015 el empleo está manteniendo el tono positivo observado en el tramo final del pasado año. En concreto, el comportamiento de las afiliaciones a la Seguridad Social en el período de enero-febrero apunta a un crecimiento intertrimestral similar al observado en el cuarto trimestre de 2014 (véase gráfico 17). En todas las ramas, con excepción de la agricultura, se observó una aceleración en el ritmo de creación de empleo, que fue especialmente pronunciada en la construcción. En conjunto, la información disponible señala una cierta estabilidad del crecimiento intertrimestral del empleo en términos de Contabilidad Nacional al inicio del presente año, en torno al 0,7 %.

En cuanto al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), en los dos primeros meses del año se intensificó suavemente el ritmo de caída, hasta un descenso interanual del 6,2 % en febrero. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE en el mismo período mostraron un leve repunte en el ritmo de avance interanual con respecto al cuarto trimestre de 2014. Esta aceleración se observó tanto en los contratos temporales como en los de carácter indefinido.

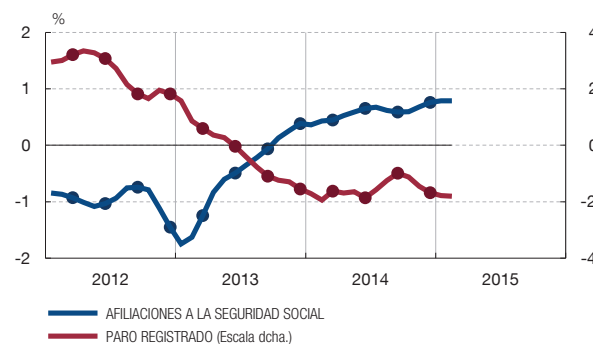
Por lo que respecta a los costes laborales, la información disponible sobre la evolución de la negociación colectiva hasta el mes de febrero muestra un mantenimiento de la moderación salarial observada en 2014, si bien la cifra de trabajadores afectados por los convenios firmados es, por el momento, muy reducida (algo más de 1,6 millones). En concreto, la subida salarial pactada en estos convenios es del 0,7 %. En contraste con esta tónica de relativa estabilidad, la retribución bruta media en las grandes empresas experimentó en enero un crecimiento interanual del 1 %, frente a la caída del 0,7 % del trimestre precedente.



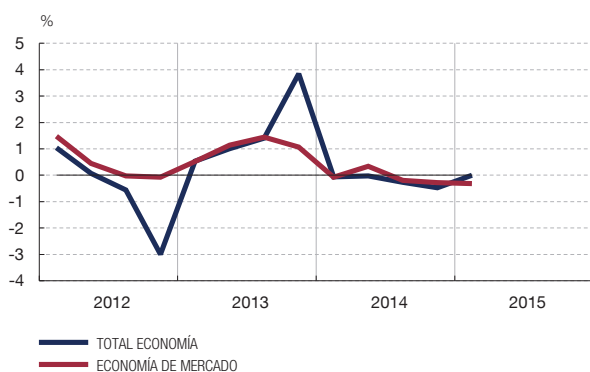
EMPLEO  
Tasas intertrimestrales (a)



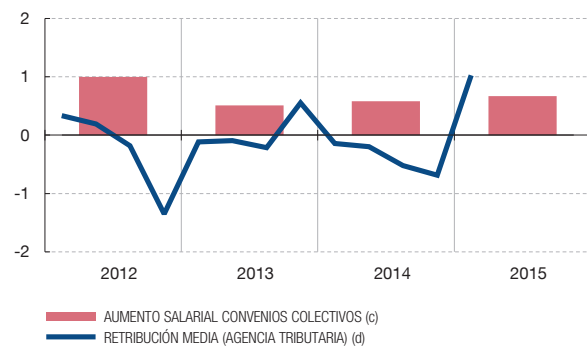
INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO  
Tasas interanuales (a)



INDICADORES DE SALARIOS  
Tasas interanuales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Agencia Tributaria.

- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR medido en términos de empleo equivalente.  
b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.  
c Datos hasta febrero de 2015. Sin incluir cláusula de salvaguarda.  
d Datos brutos trimestrales, excepto el primer trimestre de 2015, que se corresponde con el dato de enero.

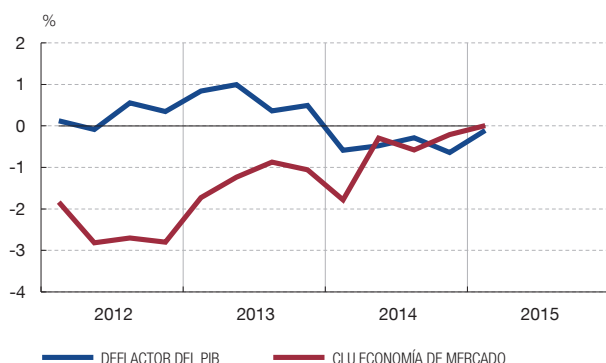
te, si bien este repunte parece estar afectado por la recuperación de parte de la paga extra suprimida en 2012 en las empresas públicas. Para el conjunto del primer trimestre, se espera que la remuneración por asalariado de la economía de mercado mantenga un tono similar al observado en los trimestres pasados (véase gráfico 17).

### 3.5 La evolución de los precios

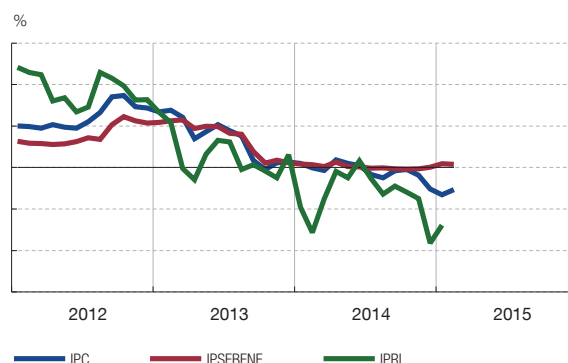
De acuerdo con la información disponible, se estima que el deflactor de la demanda final podría experimentar un nuevo retroceso interanual en el primer trimestre del año, en una magnitud en el entorno del  $-0,4\%$  (tras el  $-0,6\%$  del trimestre anterior). El descenso del período de enero-marzo sería consecuencia, sobre todo, de la intensificación de la caída del deflactor de las importaciones, cuya evolución estaría acusando el abaratamiento del crudo en los mercados internacionales, amortiguado parcialmente por la depreciación del tipo de cambio del euro. Por su parte, los precios de producción interior, reflejados en el deflactor del PIB, moderarían su ritmo interanual de disminución en comparación con el observado en el cuarto trimestre (véase gráfico 18).

El descenso reciente del precio del crudo en los mercados internacionales se trasladó al componente energético de los precios de consumo, cuyo retroceso se intensificó entre diciembre de 2014 y febrero de 2015 en casi 2 pp (véase gráfico 18). Sin embargo, el IPC no energético

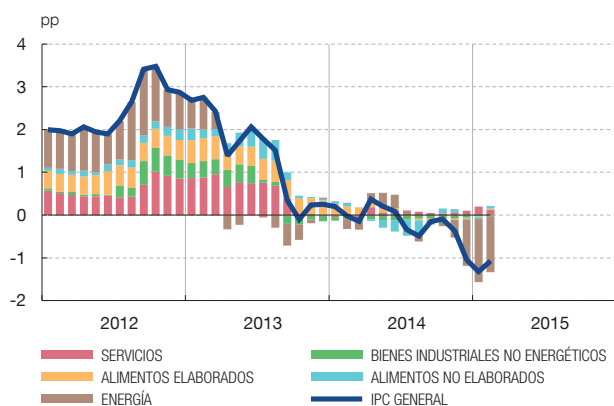
DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



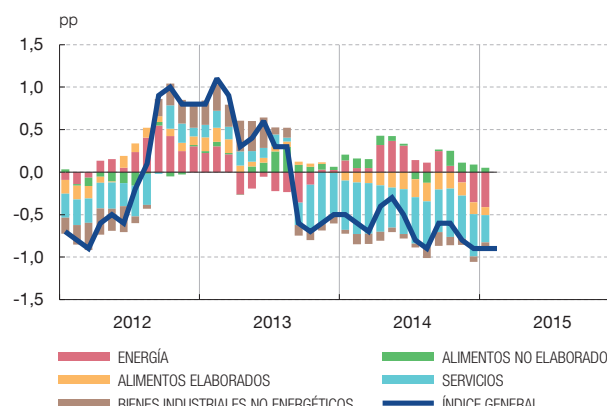
INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas interanuales



CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

se aceleró en el mismo período en dos décimas, hasta el 0,2 %, de modo que la tasa de variación del índice general, del -1,1 % en febrero, permaneció prácticamente inalterada.

Al igual que el IPC sin energía, el IPSEBENE también se aceleró en dos décimas en el primer bimestre del año, hasta el 0,2 %. El repunte se concentró en los precios de los alimentos elaborados y los bienes industriales no energéticos, cuyos ritmos de variación aumentaron en 3 y 1 décimas, respectivamente, hasta el 0,1 % y -0,1 %, en un contexto en que los precios de producción nacional de ambos tipos de bienes registraron variaciones algo mayores que en meses previos, al igual que los precios de importación, que reflejaron la depreciación del tipo de cambio. Por su parte, el ritmo de avance de los precios de los servicios permaneció en el 0,3 %.

Entre diciembre de 2014 y febrero de 2015, el ritmo de variación del IAPC se redujo una décima, hasta situarse en el -1,2 % interanual. El retroceso interanual del indicador análogo referido al conjunto del área del euro se intensificó igualmente en 0,1 pp en ese período, hasta el -0,3 %, por lo que el diferencial entre la inflación española y la de la UEM se mantuvo en 9 décimas. En términos del IPSEBENE, el diferencial se estrechó en dos décimas, hasta -0,7 pp. Entre los componentes de este último indicador, el estrechamiento del diferencial negativo fue generalizado. Por el contrario, disminuyó el diferencial entre la inflación española y la del área del euro en los alimentos no elaborados y los bienes energéticos.

En los momentos más críticos de la crisis del euro, los tipos de interés de la deuda pública y privada española se llegaron a situar muy por encima de los correspondientes a los emisores domiciliados en los países con mayor calificación crediticia de la UEM. Ello reflejaba, en buena medida, la creciente fragmentación financiera que se generó como consecuencia de la crisis, en un contexto en el que llegó a ponerse en duda la continuidad de la unión monetaria. El coste del crédito a los hogares y las empresas en España se incrementó también en comparación con el de las economías menos afectadas por las tensiones, ya que las entidades españolas trasladaron los costes más elevados de su pasivo a los préstamos concedidos, al tiempo que aplicaron unas primas de riesgo más altas con las que remunerar el mayor riesgo de las operaciones asociado al deterioro de las perspectivas macroeconómicas. De este modo, durante esta etapa la economía española no se vio apenas beneficiada por los impulsos expansivos de la política monetaria única.

Desde mediados de 2012, sin embargo, se ha producido una normalización progresiva de las condiciones de los mercados financieros mayoristas, que se vio impulsada por distintas actuaciones tanto a nivel nacional (consolidación fiscal, puesta en marcha de algunas reformas estructurales y reestructuración del sistema financiero) como europeo (creación de redes de seguridad, unión bancaria y medidas de política monetaria no convencionales para reforzar los mecanismos de transmisión).

En los mercados de deuda pública española, las rentabilidades negociadas a los distintos plazos y sus diferenciales con respecto a la referencia alemana con vencimiento similar han mostrado una marcada pauta descendente. En concreto, el tipo de interés del bono español a diez años y su diferencial con el alemán al mismo plazo se situaban al cierre de 2014 en el 1,6 % y los 108 pb, respectivamente, frente al 7,6 % y los 636 pb de mediados de 2012 (véase gráfico 10 del texto principal). Durante la parte transcurrida de 2015, esta tendencia se ha prolongado, favorecida por la expectativa, y posterior confirmación, de la puesta en marcha de un programa del Eurosistema de compra de deuda pública, de modo que, en la fecha de cierre de este informe, la rentabilidad del bono español a diez años presentaba niveles en torno al 1,2 %, próximos a los mínimos históricos.

En los mercados de deuda privada también se ha observado una mejoría progresiva. Así, las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) de los valores emitidos

por los bancos y las empresas no financieras, que protegen al inversor frente a un impago de deuda, se han reducido sustancialmente desde mediados de 2012 y han tendido a converger progresivamente hacia los niveles promedio de los emisores domiciliados en los países menos afectados por las tensiones (si bien se sitúan todavía en niveles algo superiores, como muestran los paneles 1 y 2 del gráfico adjunto). También han descendido los tipos de interés de las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización de activos y sus diferenciales frente a los de los emisores de las economías centrales de la UEM, evolución que se ha visto favorecida adicionalmente por los programas de compra de estos instrumentos financieros por parte del BCE (véase panel 3 del gráfico adjunto). Del mismo modo, el coste de los depósitos, componente principal de los pasivos de las entidades de crédito, también se ha reducido, aunque con un cierto retraso en comparación con lo ocurrido en los mercados mayoristas, y se sitúa prácticamente en el mismo nivel que en el núcleo de la UEM (véase panel 4 del gráfico adjunto). Otro elemento que ha incidido recientemente en el abaratamiento de la financiación de las entidades es la puesta en marcha de las operaciones trimestrales de financiación del Eurosistema a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que empezaron a realizarse en septiembre de 2014, y a través de las cuales las instituciones participantes obtienen fondos en unas condiciones muy favorables<sup>1</sup>.

El abaratamiento de la financiación de las entidades se ha ido trasladando, aunque con algún retardo, al coste del crédito bancario (véase panel 5 del gráfico adjunto). Los retrocesos más intensos han tenido lugar en los segmentos en los que los tipos de interés eran comparativamente más elevados, como el de los préstamos a hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda y el de los destinados a las empresas por importe inferior al millón de euros (en el que se incluyen las operaciones con las pymes), que muestran descensos acumulados entre mediados de 2013 y enero de 2015 (último dato disponible) en torno a los 110 pb. En los préstamos a sociedades no financieras de cuantía superior a 1 millón de euros y a familias para adquisición de vivienda las disminuciones en este mismo período han sido de unos 50 pb.

<sup>1</sup> Estas operaciones vencen en 2018, y el coste de los fondos en las dos primeras subastas fue del 0,15 %. En las siguientes, será el tipo de las operaciones principales de financiación, actualmente en el 0,05 %.

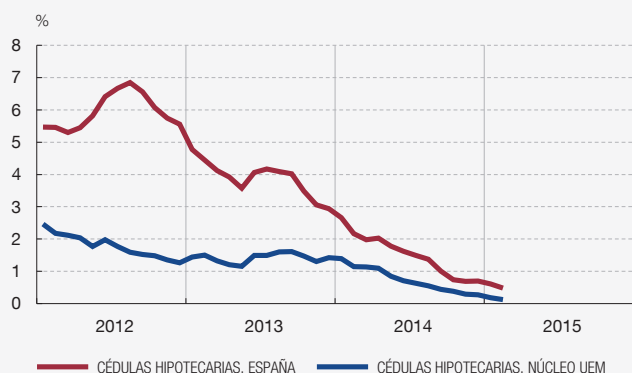
1 PRIMA DE LOS CDS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A CINCO AÑOS (a)



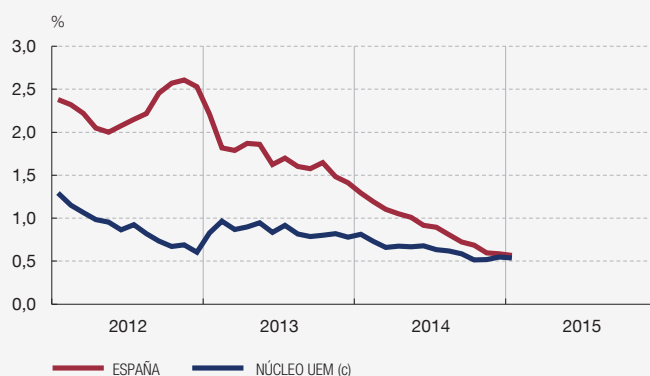
2 PRIMA DE LOS CDS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS A CINCO AÑOS (a)



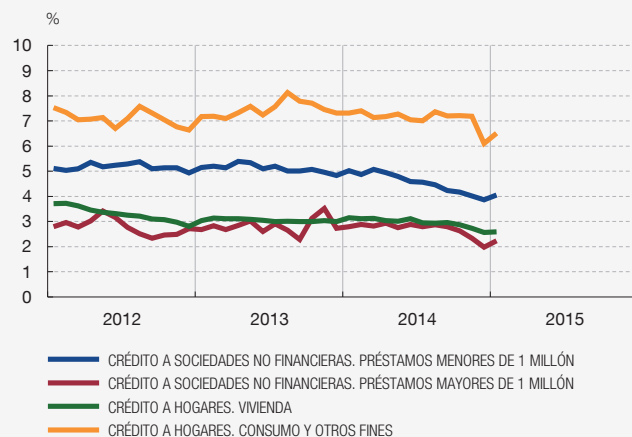
3 COSTE DE FINANCIACIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO (b)



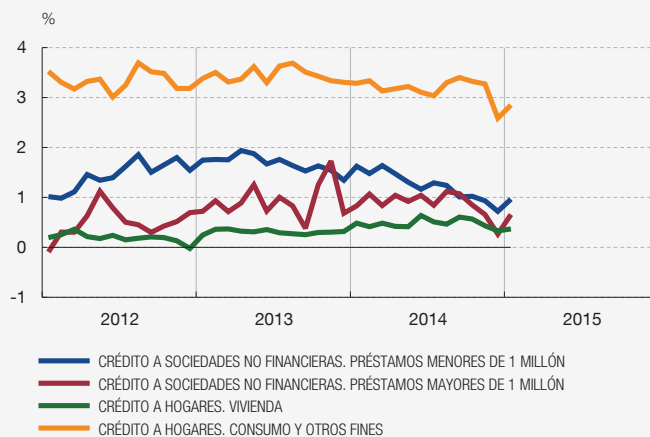
4 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DEPÓSITOS A PLAZO



5 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. ESPAÑA



6 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DIFERENCIA ESPAÑA-NÚCLEO UEM (c)



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Series construidas ponderando las primas de los CDS de las empresas incluidas en el índice Itraxx Europe domiciliadas en cada país por su capitalización bursátil el 31 de diciembre del año anterior. La serie Núcleo UEM agrega los CDS de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, ponderándolos con el PIB a precios corrientes del mismo año. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.
- b Series construidas para cada país como promedio de los tipos de interés de las cédulas hipotecarias incluidas en el índice Maggie de J. P. Morgan. La serie Núcleo UEM agrega los tipos de las cédulas de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, ponderándolos con el PIB a precios corrientes del mismo año. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.
- c Definido como el agregado ponderado por PIB a precios corrientes del mismo año de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014. Para agregar las distintas categorías por plazos dentro de cada país se utilizan los mismos pesos (volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área.

#### 4 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA EL PERÍODO 2015-2016

Esta sección describe las proyecciones de crecimiento e inflación de la economía española realizadas por el Servicio de Estudios para el período 2015-2016, con la información disponible a fecha 16 de marzo.

El pasado año se caracterizó por el fortalecimiento de la recuperación iniciada a mediados de 2013, que se materializó en un crecimiento medio del PIB del 1,4 %, su primer registro positivo desde 2008. Como se desarrolla en las secciones precedentes, la etapa más reciente se ha caracterizado por una ligera aceleración de la actividad y del empleo, de modo que el producto podría haber crecido a una tasa interanual cercana al 2,5 % en el primer trimestre del presente ejercicio. En un entorno en el que se espera que continúe esta fase expansiva, en los años 2015 y 2016 se proyectan tasas medias anuales de avance del PIB del 2,8 % y del 2,7 %, respectivamente, y un patrón de crecimiento caracterizado por el vigor de la demanda interna privada y por el progresivo fortalecimiento de las exportaciones (véase cuadro 4).

Estas perspectivas favorables para la evolución de la actividad se asientan, fundamentalmente, sobre dos tipos de factores. El primer grupo, de carácter más permanente, está relacionado con el progresivo avance en la corrección de los desequilibrios que viene produciéndose en los últimos años y con la mejora del entorno macrofinanciero de la economía española, impulsado por las políticas desplegadas tanto a escala nacional como en el ámbito europeo. Todo ello ha permitido el alivio de las condiciones financieras, la reactivación del flujo de creación de empleo neto, la progresiva reducción del déficit público y la consecución de importantes mejoras de competitividad, que, en su conjunto, conforman un escenario favorable para la prolongación del tono expansivo de la actividad económica a lo largo del período de proyección.

El segundo grupo de factores, de concreción más reciente, tiene, en principio, y atendiendo a los supuestos realizados, una influencia menos persistente sobre la tasa de variación del producto, incidiendo principalmente sobre su nivel en el corto plazo. Entre estos factores, destaca la reducción del precio del petróleo, que se está traduciendo en un impulso a las rentas de los hogares y en una disminución de los costes de producción de las empresas, así como la depreciación del tipo de cambio del euro (véase recuadro 5). Por otra parte, se estima que la reforma fiscal que entró en vigor en enero, y que ha reducido la tributación del IRPF y del impuesto sobre sociedades, dejará sentir su impacto positivo con mayor intensidad en 2015. Finalmente, entre los elementos más novedosos que condicionan la proyección, merecen una mención destacada las medidas de política monetaria adoptadas recientemente por el BCE —y, en particular, los distintos programas de compras de activos—, que apoyarán asimismo el crecimiento del producto a lo largo del horizonte de proyección.

En conjunto, las perspectivas de la economía española han mejorado de forma significativa en la etapa más reciente, pero el impacto de la profundidad de la crisis sobre la situación económica y financiera de hogares, empresas y AAPP no se ha disipado plenamente, lo que exige perseverar en las acciones de política económica necesarias para fortalecer las bases de la recuperación.

El crecimiento esperado del PIB en 2015 supone una revisión al alza de ocho décimas con respecto a la proyección publicada en el *Boletín Económico* del pasado mes de diciembre.

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2013	2014	Proyección		Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2014	
			2015	2016	2014	2015
PIB	-1,2	1,4	2,8	2,7	0,0	0,7
Consumo privado	-2,3	2,4	3,3	2,4	0,1	0,7
Consumo público	-2,9	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	1,2
Formación bruta de capital fijo	-3,8	3,4	5,9	6,7	0,6	0,7
Inversión en bienes de equipo	5,6	12,2	9,1	9,1	0,3	1,1
Inversión en construcción	-9,2	-1,5	4,1	5,1	1,2	0,7
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,2	5,2	5,8	-0,1	0,6
Importación de bienes y servicios	-0,5	7,6	6,2	6,3	0,1	0,5
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-2,7	2,2	3,0	2,7	0,1	0,7
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,1	0,0
Deflactor del PIB	0,7	-0,5	0,4	0,7	-0,1	0,0
Índice de precios de consumo (IPC)	1,4	-0,2	-0,2	1,2	0,0	0,6
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	0,4	0,3	0,0	0,5
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-3,3	1,2	2,7	2,6	0,3	1,1
Tasa de paro (% de la población activa)	26,1	24,4	22,2	20,5	0,1	-0,4
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH (b)	10,4	9,4	9,5	8,7	-0,4	-0,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB) (b)	2,1	0,5	1,0	0,8	0,0	0,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB) (b)	-6,3	-5,5	-4,5	-3,9	0,2	0,7

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
 Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2014.

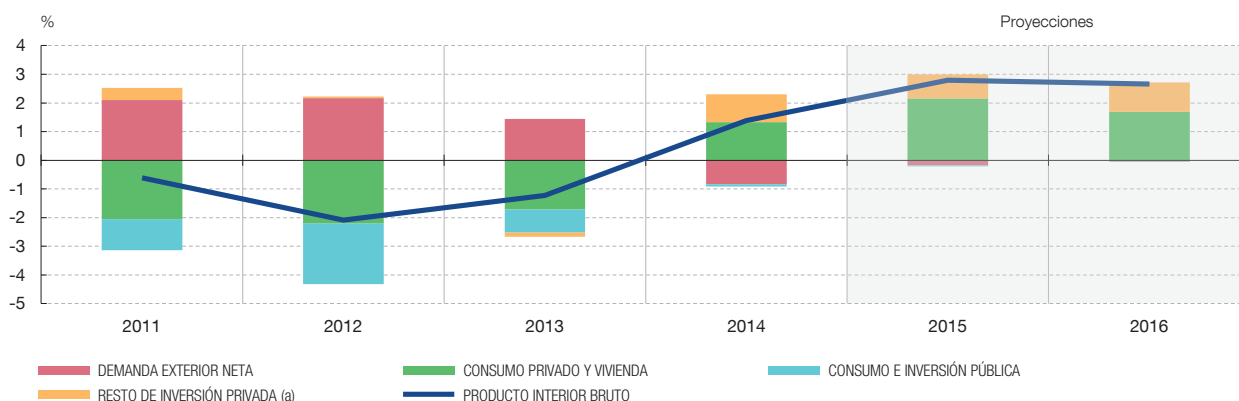
a Fecha de cierre de las predicciones: 16.3.2015.

b En la fecha de envío a edición no se conocen los datos de cierre de 2014 de la tasa de ahorro de los hogares, ni de la capacidad de financiación de la nación, ni del saldo de las AAPP. Para la capacidad de financiación de la nación se ha presentado una estimación a partir de los datos de la Balanza de Pagos con información hasta diciembre de 2014. Por lo que respecta al saldo de AAPP, la cifra presentada en el cuadro no incluye el impacto estimado de las ayudas a las instituciones financieras.

Esta revisión se explica, principalmente, por la evolución favorable desde entonces de la mayoría de los supuestos técnicos sobre los que se elabora la proyección (véase de nuevo el recuadro 5), y en particular por la mejora de las perspectivas de la zona del euro. Además, el cierre del año 2014 y el inicio de 2015, ambos más favorables de lo previsto en diciembre, también contribuyen a explicar la revisión al alza del crecimiento proyectado para este año.

Entre los componentes de la demanda interna, se espera que el consumo de los hogares continúe mostrando un tono notablemente expansivo (véase gráfico 19). Este comportamiento se sustentará en el crecimiento de las rentas nominales derivado, sobre todo, del proceso de creación de empleo y de la mencionada reforma impositiva. En 2015, además, el poder de compra de los hogares seguirá impulsado por la reciente caída del precio del crudo. Para 2016, se espera un modesto encarecimiento del petróleo, lo que motivará un menor avance de la renta real con respecto a este año. Por esta razón, se espera que el consumo privado registre un aumento mayor en 2015 (3,3 %) que en 2016 (2,4 %), a pesar de que los hogares tenderán a suavizar su patrón temporal de gasto, ajustando su tasa de ahorro, que pasaría del 9,5 % de su renta bruta disponible en este año al 8,7 % en el próximo.

Después de mostrar los primeros signos de recuperación durante el pasado año, se espera que continúe el avance de la inversión residencial a lo largo del período de proyección, hasta registrar tasas medias de crecimiento anual del 4,2 % y del 6,6 % en 2015 y 2016,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 Último dato observado: cuarto trimestre de 2014.

a Incluye la variación de existencias.

respectivamente. La reactivación prevista de la construcción residencial se basa, por un lado, en un cierto fortalecimiento de la demanda —apoyada en la mejora en las condiciones del mercado de trabajo y en el acceso a la financiación— y, por otro lado, en la reducción de las existencias de viviendas terminadas, particularmente en determinadas áreas geográficas. No obstante, la intensidad de la recuperación se vería atemperada por el ritmo relativamente reducido de creación de hogares que, de acuerdo con las proyecciones disponibles, tendrá lugar a lo largo del horizonte de proyección.

La actual fase expansiva de la inversión de las sociedades no financieras se prolongará a lo largo del período de proyección, en el contexto descrito de fortaleza de la demanda final y mejora de las condiciones financieras. En este último sentido, la evidencia disponible apunta a una disminución reciente de la proporción de empresas que ven desestimadas sus solicitudes de crédito, lo que puede indicar que las instituciones financieras perciben una mejora de la calidad crediticia de los potenciales prestatarios. Además, algunos indicadores apuntan a que la mayor disponibilidad de crédito se está haciendo extensiva a las empresas de menores dimensiones, que serían aquellas que en los últimos años habrían encontrado mayores dificultades para el acceso a la financiación bancaria. Con todo ello, la inversión en equipo podría crecer a tasas en el entorno del 9 % tanto en 2015 como en 2016.

Se espera que el gasto público en bienes de consumo e inversión realizará una contribución aproximadamente neutral al crecimiento del producto a lo largo del período de proyección. Tomando como punto de partida los planes anunciados acerca de la evolución del número de empleados de las Administraciones Públicas y de las compras de bienes y servicios realizadas por este sector, se prevé que el consumo público disminuya un 0,4 % en 2015 y prácticamente se estabilice en 2016. Por su parte, la inversión pública experimentaría ligeros avances a lo largo del período de proyección, tras registrar retrocesos durante cinco años consecutivos.

En el ámbito del sector exterior, se prevé que las exportaciones de bienes y servicios sigan una senda ascendente a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evolución esperada de los mercados exteriores, especialmente como consecuencia del mejor comportamiento proyectado para la zona del euro. Como en años anteriores, el crecimiento de las ventas exteriores se produciría a un ritmo superior al de los mercados de destino, lo



que, previsiblemente, dará lugar a aumentos adicionales —aunque moderados— en la cuota de mercado de los exportadores españoles. Esto último será posible, en primer lugar, por las ganancias de competitividad derivadas del menor crecimiento relativo de los costes laborales unitarios frente a los principales competidores —aunque a un ritmo más atenuado que en el pasado— y por la depreciación cambiaria. En este contexto, se estima que las exportaciones de bienes y servicios crecerán un 5,2 % este año y un 5,8 % el que viene.

Tras el elevado crecimiento de las importaciones en 2014, motivado en parte por factores transitorios vinculados a la concentración a lo largo del año pasado de decisiones de gasto en consumo e inversión (con alto contenido importador), que habrían sido pospuestas en ejercicios anteriores, se espera un retorno de la elasticidad de las importaciones con respecto a la demanda final hacia valores próximos al promedio histórico, que se sitúa por debajo del observado en 2014. El encarecimiento de las compras realizadas a países no pertenecientes al área del euro como resultado de la depreciación cambiaria tenderá asimismo a moderar el crecimiento de las importaciones. Con todo ello, se proyecta que las importaciones crezcan un 6,2 % y un 6,3 % en 2015 y 2016, respectivamente.

En el mercado de trabajo, se espera que el empleo siga registrando tasas de crecimiento elevadas en relación con el ritmo de avance del producto. En este marco, se proyecta que el empleo crezca un 2,7 % este año y un 2,6 % en 2016, lo que comportaría ritmos de avance de la productividad aparente del trabajo levemente positivos. Estas proyecciones descansan sobre el supuesto de que la moderación de los costes laborales, medidos por la remuneración por asalariado, observada en los últimos años en la economía de mercado, se prolongará durante el bienio 2015-2016. La contención de los costes laborales se verá favorecida por incrementos moderados de las tarifas negociadas en convenio, por el uso de las distintas modalidades de bonificación de las cuotas de la Seguridad Social y por contribuciones negativas de la deriva salarial al crecimiento de la remuneración por asalariado (variable que recoge, entre otros factores, efectos derivados de cambios en la composición del empleo), aunque más reducidas que las observadas desde el inicio de la crisis. Con todo ello, en 2015 se estima una tasa de variación de la remuneración por asalariado en la economía de mercado similar a la registrada en 2014, y un repunte en 2016, hasta una tasa de crecimiento ligeramente inferior al 1 %.

Tras dos años consecutivos de retrocesos, se proyecta una recuperación gradual de la población activa. Ello es consecuencia de la estabilización de la población en edad de trabajar, tras los descensos observados desde 2012 como resultado de las salidas de población inmigrante, y de una suave recuperación de la tasa de participación, apoyada en la mejora de las condiciones laborales. Pese a ello, el aumento de la ocupación permitirá que la tasa de paro siga contrayéndose a un ritmo incluso superior al observado en 2014, hasta situarse en el entorno del 20 % al final del horizonte de proyección.

Las proyecciones de evolución de los precios de consumo se encuentran muy condicionadas por los supuestos acerca de la evolución del precio del petróleo, dados los acusados vaivenes que ha experimentado esta variable en los últimos meses. A partir de la información disponible en la fecha de cierre de este Informe, se estima que la inflación, medida por la tasa de variación del IPC, sería del -0,2 % en 2015 y del 1,2 % en 2016. Excluido el componente energético, se espera que los precios de consumo registren un modesto repunte a lo largo del horizonte de proyección, en consonancia con el tono expansivo del gasto de los hogares, con la disminución del grado de holgura existente en la economía y con la depreciación del tipo de cambio.

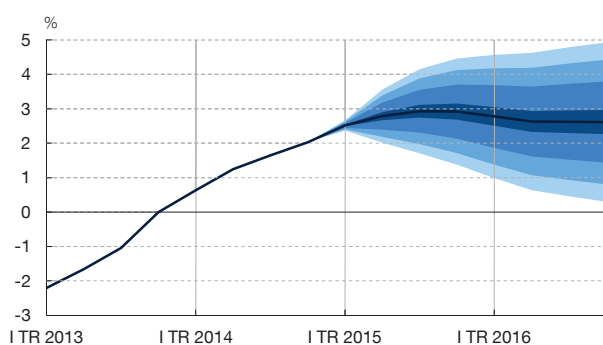
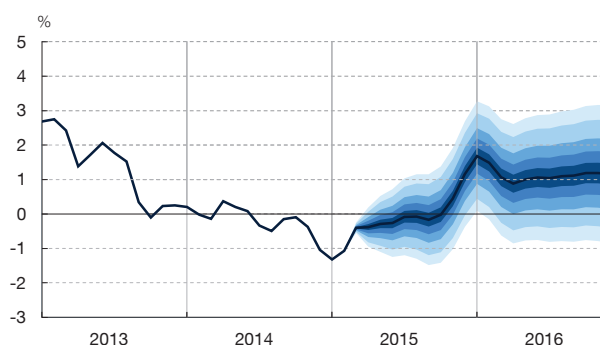


En 2014 se ralentizó el proceso de mejora del saldo de la cuenta del resto del mundo. La capacidad de financiación, que en 2013 se había situado en el 2,1 % del PIB, se redujo el pasado año hasta el 0,5 % del PIB, de acuerdo con los datos de avance de la Balanza de Pagos. Para 2015 se espera una ampliación del superávit exterior hasta el entorno del 1 % del PIB, que se sustentaría en diversos factores. En primer lugar, como se ha descrito, se espera que el comportamiento de los flujos netos comerciales en términos reales sea menos desfavorable que en 2014. Además, el abaratamiento del petróleo contribuirá a moderar la factura energética. Por último, se espera una cierta mejora de la balanza de rentas como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés y de la disminución del saldo deudor frente al exterior. En 2016, la capacidad de financiación de la nación podría moderarse ligeramente, en un contexto de cierto empeoramiento de la relación real de intercambio.

Desde una perspectiva sectorial, es previsible que la capacidad de financiación de las AAPP y la del sector privado sigan trayectorias opuestas a lo largo del período de proyección. En concreto, se espera que, a lo largo de estos dos años, el aumento del gasto de familias y empresas se traduzca en una disminución de 1,3 pp de su capacidad de financiación conjunta, hasta situarse en el 2,6 % del PIB en el caso de las familias y en el 2,2 % en el de las empresas. En paralelo, las ratios de endeudamiento del sector privado de la economía seguirían disminuyendo de forma gradual. En concreto, se prevé que, entre 2014 y 2016, la deuda de las familias disminuya unos 4 pp con respecto a su renta disponible, y la ratio entre el endeudamiento de las sociedades no financieras y el PIB lo haría unos 7 pp.

Frente a la moderación de la capacidad de financiación del sector privado, se espera una corrección adicional del déficit de las AAPP, desde el nivel del 5,5 % del PIB en el que podría terminar en 2014 según la estimación provisional disponible, hasta situarse en el 4,5 % y en el 3,9 % del PIB en 2015 y 2016, respectivamente. Estas previsiones incorporan, por el lado del gasto, además de las medidas ya aprobadas, una estimación del impacto de los planes oficiales de medio plazo y la prolongación en el horizonte de previsión de la tendencia reciente de determinadas partidas. En el caso de los ingresos se incluye únicamente el impacto oficial de las medidas que ya han sido adoptadas (véase recuadro 5 para mayor detalle). Estos criterios se separan en algunos aspectos del supuesto tradicional de ausencia de cambios de la política fiscal en el horizonte de proyección, como viene siendo habitual durante la fase actual de consolidación fiscal. En este contexto, la desviación en 2015 con respecto al objetivo oficial (4,2 %) refleja una proyección algo menos dinámica de la evolución de los ingresos, mientras que en 2016 esta discrepancia es el resultado, en parte, de la falta de concreción, en el momento de redactar este Informe, de los planes presupuestarios para dicho año. Esta última desviación debería reducirse una vez que se publiquen la Actualización del Programa de Estabilidad para el período 2015-2018 (antes del 30 de abril, según establece el Semestre Europeo) y los Presupuestos de las distintas AAPP (que se conocerán en otoño). El cumplimiento de los objetivos fiscales es necesario para quebrar la trayectoria ascendente de la ratio de deuda pública en el horizonte de proyección.

El grado de vulnerabilidad de la economía española ante perturbaciones externas se ha atenuado a lo largo de los dos últimos años, a medida que se iban registrando avances en el proceso de corrección de desequilibrios y se fortalecían la actividad económica y la generación de empleo. Sin embargo, el escenario de consolidación de la recuperación que dibujan estas proyecciones no está exento de incertidumbre. Una aproximación estadística para evaluar la incertidumbre asociada a estas proyecciones consiste en construir

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanualesIPC  
Tasas de variación interanuales

Probabilidad de que el PIB o el IPC se sitúen dentro del intervalo (a)

20 % 40 % 60 % 80 % 90 %

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: cuarto trimestre de 2014 en el PIB y febrero de 2015 en el IPC.

a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20 %, 40 %, 60 %, 80 % y 90 %, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

intervalos de confianza a partir de las desviaciones con respecto al escenario central que se acaba de describir, para distintos niveles de probabilidad, a partir de los errores de previsión cometidos en el pasado (véase gráfico 20).

En el presente ejercicio de proyecciones se considera que los riesgos de que la senda del PIB se desvíe de la considerada en el escenario central se han tornado algo más positivos con respecto al ejercicio anterior, publicado en el *Boletín Económico* de diciembre de 2014, de forma que ahora se inclinarían ligeramente al alza. En particular, no es descartable que la materialización, prácticamente simultánea, de una variedad de factores favorecedores de la actividad (entre los que se incluyen la reciente reforma fiscal, el abaratamiento del petróleo, la mejora en las condiciones financieras, la depreciación del tipo de cambio del euro y la reciente revisión al alza en las perspectivas de crecimiento de la UEM) dé lugar a un efecto agregado algo más positivo que el considerado en estas proyecciones. Por otra parte, las herramientas cuantitativas utilizadas habitualmente en los ejercicios de proyección podrían haber conducido a una infraestimación de los efectos de las importantes medidas monetarias no convencionales adoptadas en los últimos meses por el Eurosistema, en términos, por ejemplo, de su impacto sobre el proceso de normalización de las condiciones financieras, sobre la confianza o sobre el tipo de cambio de la moneda común.

En sentido opuesto, la evolución adversa de algunos factores externos a la economía española (especialmente, un eventual agravamiento de las tensiones en el seno de la UEM ligadas a la economía griega o de los conflictos geopolíticos del Este de Europa y Oriente Medio) afectaría negativamente a las proyecciones consideradas en el escenario central. En la misma dirección, un endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras globales más intenso que el anticipado podría tener un efecto desfavorable sobre algunas economías emergentes, lo que podría ejercer algún efecto perjudicial, de difícil estimación, sobre el entorno exterior de la economía española. En el ámbito interno, la incertidumbre acerca de la agenda de reformas económicas para los próximos años puede generar un descenso en la confianza de los agentes, que no está implícito en el escenario central.

Por lo que respecta a la inflación, los riesgos a la baja han perdido también algo de peso con respecto al análisis efectuado tres meses atrás, en un entorno que, no obstante, sigue presentado una elevada incertidumbre. Como se ha señalado anteriormente, en el corto plazo el precio del petróleo sigue siendo la principal fuente de volatilidad, sin que sea posible, en estos momentos, atisbar la dirección en la que esta puede materializarse. Por su parte, las medidas extraordinarias de política monetaria han reducido los riesgos de una revisión a la baja persistente de las expectativas de inflación, lo que debería comenzar a ejercer algún efecto positivo sobre la inflación observada, al tiempo que parecen estar teniendo un impacto relevante sobre el tipo de cambio del euro.

Un factor de incertidumbre relevante en estos momentos en relación con la evolución previsible de la inflación a medio plazo es la falta de concreción, en el momento de redactar este Informe, del nuevo Acuerdo por el Empleo y la Negociación Colectiva. Asimismo, la incertidumbre acerca de las medidas del grado de holgura de la economía es particularmente elevada en el contexto actual de elevadas tasas de crecimiento del producto y del empleo, con niveles de paro muy alto e inflación subyacente muy reducida.

24.3.2015.

Las proyecciones presentadas en esta sección están condicionadas a un conjunto de supuestos sobre la evolución de las variables exógenas a lo largo del horizonte de proyección (véase cuadro adjunto). El procedimiento empleado en la elaboración de estos supuestos se corresponde con el utilizado en los ejercicios trimestrales de proyección macroeconómica del Eurosistema. Para un conjunto de variables, que incluyen el tipo de cambio del euro, el precio del petróleo, el IBEX y los tipos de interés a tres meses y a diez años, los supuestos se elaboran a partir del promedio de los precios negociados en los correspondientes mercados en un período de referencia que comprende los diez días hábiles anteriores a la fecha de cierre de la recogida de datos para la elaboración de las proyecciones (16 de marzo).

Por lo que respecta al tipo de cambio, se supone que el nivel medio observado en el período de referencia en el mercado de contado se mantiene inalterado durante todo el horizonte de proyección, lo que en el caso de la cotización frente al dólar se traduce en una depreciación del 18 % en el promedio de 2015 frente al de 2014. En cuanto al precio del petróleo en dólares, se utilizan las cotizaciones en los mercados de futuros, lo que sería coherente con un descenso del 41 % y un repunte del 10 % en 2015 y 2016. La trayectoria de los tipos de interés del euríbor a tres meses se elabora a partir de las expectativas implícitas en el mercado de futuros, de las cuales se desprende que esta variable se mantendrá en valores próximos a cero durante todo el horizonte de proyección. Por su parte, la senda de la rentabilidad de la deuda pública española al plazo de diez años se proyecta sobre la base de las expectativas implícitas en la curva de rendimientos. Este procedimiento da lugar a un descenso de la rentabilidad de la deuda desde el 2,7 % de 2014 al 1,3 % en 2015 y al 1,4 % en 2016.

Las proyecciones relativas al coste de la financiación obtenida por familias y empresas se formulan a partir de los supuestos realiza-

dos sobre los tipos a tres meses y a diez años. Este coste experimentará una moderada disminución con respecto a los valores observados en la actualidad. Además, se supone que las restantes condiciones de concesión de crédito, distintas de su coste, mejorarán de modo gradual a lo largo del período de proyección. Entre los determinantes de la riqueza de los hogares, se considera que los precios de la vivienda registrarán ligeros crecimientos, prolongando la tendencia más reciente, mientras que las cotizaciones bursátiles permanecerán relativamente estables.

Por su parte, las proyecciones referidas a los mercados de exportación españoles se han tomado del ejercicio de proyección macroeconómica para el conjunto del área del euro elaborado por el personal del BCE y publicado en la página web de esta institución el 5 de marzo. En concreto, el crecimiento de los mercados españoles experimentaría una recuperación progresiva, hasta alcanzar el 3,5 % y el 4,9 % en 2015 y 2016, respectivamente.

Por lo que respecta a los supuestos fiscales, los criterios adoptados en estas proyecciones son análogos a los empleados en los informes de proyecciones publicados en los años 2012 a 2014. En un contexto de continuación del proceso de consolidación presupuestaria, estos criterios se apartan en algunos aspectos de la práctica habitual, según la cual se supone que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, de manera que solo las medidas ya aprobadas se incorporan en las proyecciones. La aplicación mecánica de este supuesto no resulta adecuada durante procesos de ajuste fiscal como el que se está desarrollando, pues daría lugar a sesgos en las proyecciones macroeconómicas. Para minimizar este problema, en las presentes proyecciones se ha seguido el criterio de incorporar, por el lado del gasto, junto con las medidas ya aprobadas, una estimación del impacto de los planes oficiales de medio plazo y la continuación de la tendencia reciente de determinadas partidas, mientras que en el caso de los ingresos

#### ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2014	Proyección actual		Diferencias con la proyección de diciembre de 2014	
		2015	2016	2014	2015
Entorno internacional					
Producto mundial	3,3	3,5	3,8	0,0	-0,3
Mercados mundiales	3,0	3,8	5,0	0,1	-0,2
Mercados de exportación de España	2,8	3,5	4,9	0,3	0,1
Precio del petróleo en dólares (nivel)	99,3	58,7	64,4	-0,2	-9,3
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,33	1,09	1,08	0,00	-0,14
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	1,3	1,4	0,0	-1,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de las predicciones: 16.3.2015.

se ha incluido únicamente el impacto de las medidas que ya han sido aprobadas.

En este contexto, los supuestos fiscales que sirven de base a las proyecciones incorporan las medidas del Plan Presupuestario 2015, que fueron validadas posteriormente por los Presupuestos Generales del Estado, de la Seguridad Social y de las Comunidades Autónomas para este año, así como el contenido del Programa de Estabilidad 2014-2017. En concreto, por el lado de los gastos, se incluyen la aplicación del factor de revalorización de las pensiones —del 0,25 %—, la congelación de los salarios públicos, la devolución de una cuarta parte de la paga extra de diciembre de 2012 a los empleados públicos, la continuación de las restricciones en la oferta de empleo público, así como el descenso en el gasto en consumo final, en línea

con las estimaciones oficiales. Asimismo, se suponen una caída adicional del gasto en prestaciones por desempleo, por la dinámica del mercado de trabajo, y una reducción de la carga de intereses de la deuda pública, asociada a la continuación en la mejora de las condiciones de financiación. Por su parte, se supone que la inversión pública aumenta a lo largo del horizonte de proyección, en línea con los planes oficiales, tras cinco años consecutivos de caídas.

En el caso de los ingresos, las principales medidas incluyen los efectos derivados de las reformas del IRPF y del impuesto sobre sociedades, que suponen una reducción de los ingresos públicos de 0,4 pp y de 0,5 pp del PIB, respectivamente, en 2015 y 2016, y las rebajas de las cotizaciones sociales a la contratación indefinida aprobadas a lo largo del último año.

