

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.

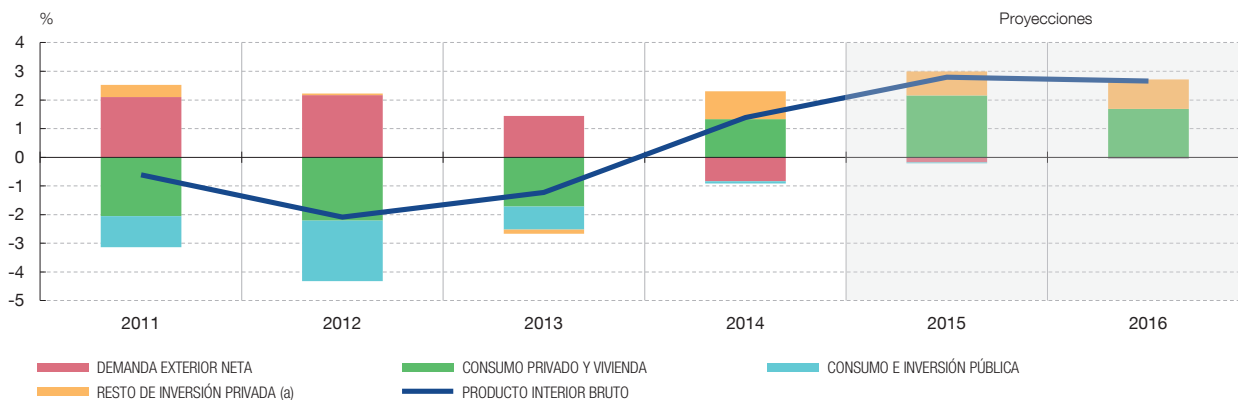
a Fecha de cierre de las predicciones: 16.3.2015.

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 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.

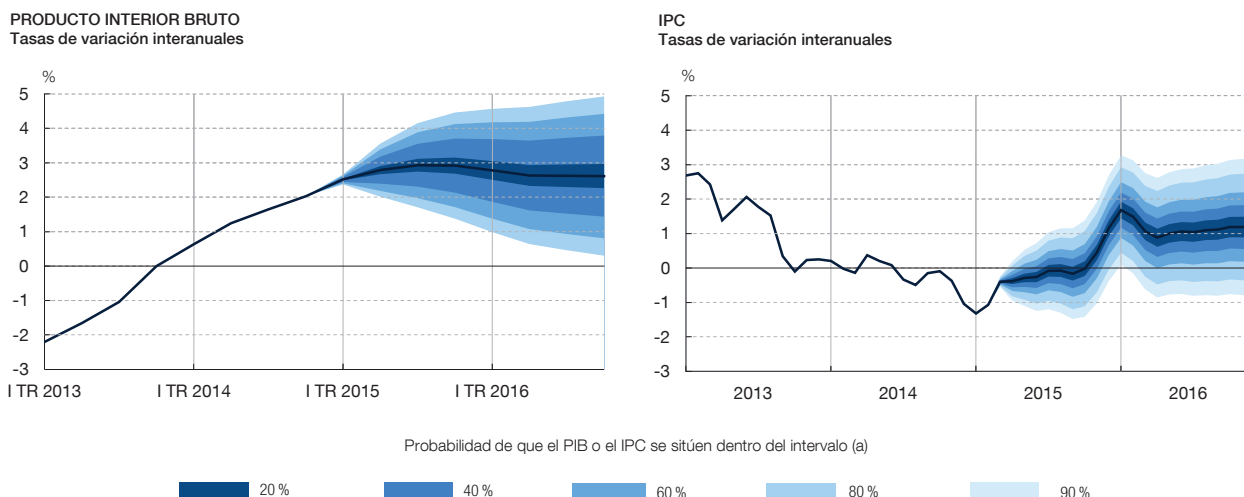
Las proyecciones de evolución de los precios de consumo se encuentran muy condicionadas por los supuestos acerca de la evolución del precio del petróleo, dados los acusados vaivenes que ha experimentado esta variable en los últimos meses. A partir de la información disponible en la fecha de cierre de 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



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.