

La actualización de las proyecciones macroeconómicas para el período 2015-2016 que se presenta en este recuadro se basa en la contribución del Banco de España al último ejercicio conjunto de proyección del Eurosistema para la economía del área del euro, que fue publicado por el BCE a principios de junio<sup>1</sup>. Estas proyecciones se han adaptado para incorporar la información de la Contabilidad Nacional Trimestral del primer trimestre de 2015 y la evolución más reciente de los supuestos técnicos (véase cuadro 1)<sup>2</sup>.

De acuerdo con estas proyecciones, se prevé que la fase de expansión del producto de la economía española se prolongue a lo largo del bienio 2015-2016. En concreto, en el presente ejercicio el crecimiento del PIB alcanzaría el 3,1 % en promedio anual, tasa que sería el resultado de una evolución muy dinámica de la actividad en el primer semestre y de una gradual desaceleración posterior, que se prolongaría el próximo año, de modo que el avance medio anual del PIB en 2016 sería del 2,7 % (véase cuadro 2). Esta moderación en la tasa de crecimiento del PIB vendría explicada por la previsible amortiguación de algunos de los impulsos expansivos que han procedido de la reducción del precio del petróleo y de la depreciación del euro.

En comparación con las proyecciones publicadas en el *Boletín Económico* de marzo, el crecimiento del PIB se ha revisado al alza

en 0,3 pp en 2015, como resultado de la incorporación de las estimaciones de la CNTR para el primer trimestre del año y de la información coyuntural referida al segundo, más favorables en ambos casos de lo proyectado hace tres meses, ya que los cambios en los supuestos externos en este mismo período han sido reducidos. Por su parte, el ritmo de crecimiento del producto en el conjunto de 2016 no difiere del proyectado en marzo. Al igual que entonces, el avance del PIB a lo largo del horizonte de proyección vendrá determinado, fundamentalmente, por el vigor de la demanda interna, en un contexto de mantenimiento del tono positivo del empleo y de las condiciones para la financiación de familias y empresas, y por el progresivo fortalecimiento de las exportaciones.

Por lo que respecta a los supuestos externos, las previsiones sobre los mercados de exportación apenas han cambiado. En efecto, si bien las perspectivas de evolución de la demanda procedente de algunas áreas emergentes han experimentado un cierto deterioro en los tres últimos meses, ello se ha visto contrarrestado por la mejora de las proyecciones de las importaciones con origen en el resto del área del euro. Por otro lado, la modificación de la cotización del petróleo tanto en los mercados de contado como en los de futuros entre ambos ejercicios es pequeña, habiendo experimentado un modesto repunte en comparación con los niveles observados al inicio de la primavera. La senda proyectada para el tipo de cambio del euro frente al dólar es similar a la correspondiente al ejercicio de marzo. Tampoco hay modificaciones significativas en la evolución esperada para el tipo de interés del euríbor a tres meses, mientras que los cambios son de magnitud mayor en el caso de las rentabilidades de la deuda pública a diez años, que, de acuerdo con las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, se han elevado en comparación con el ejercicio precedente, hasta niveles del 2 % y del 2,7 %, respectivamente, en cada uno de los dos años del horizonte de proyección.

- 1 Las proyecciones agregadas para el conjunto del área fueron presentadas al Consejo de Gobierno del BCE del miércoles 3 de junio y publicadas en esa misma fecha en el sitio web de esta institución.
- 2 En concreto, las proyecciones del Eurosistema se elaboraron con la información relativa a los supuestos externos disponible hasta el 12 de mayo, mientras que, en el caso de las proyecciones presentadas en este recuadro, la fecha de cierre de la recogida de información es el 15 de junio.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyección actual		Diferencias con proyección de marzo de 2015		
	2014	2015	2016	2015	2016
<b>Entorno internacional</b>					
Producto mundial	3,4	3,2	3,8	-0,3	0,0
Mercados mundiales	2,9	2,6	5,0	-1,2	0,0
Mercados de exportación de España	3,0	3,4	5,0	-0,1	0,1
Precio del petróleo en dólares (nivel)	98,9	61,8	68,1	3,1	3,7
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,3	1,1	1,1	0,0	0,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	2,0	2,7	0,7	1,3

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de elaboración de los supuestos: 15 de junio de 2015.

No obstante, esta evolución comporta una revisión más modesta en el coste de financiación de hogares y de empresas, debido, en parte, a que los tipos a corto plazo, que tienen un peso importante en la determinación del coste financiero total de dichos agentes, apenas han variado durante este período.

Los supuestos fiscales incorporan las medidas de índole presupuestaria aprobadas con posterioridad al ejercicio de proyección macroeconómica de marzo. En concreto, se incorpora la información contenida en la actualización del Programa de Estabilidad, que el Gobierno remitió a la Comisión Europea el 30 de abril y que se detalla en el recuadro 4 de este Informe.

El crecimiento que se proyecta para el PIB en 2016 se sustenta sobre el empuje de la demanda interna, para la que se espera una contribución al avance del producto de 3,1 pp en 2015 y de 2,7 pp en 2016, en tanto que la demanda exterior neta tendría una aportación prácticamente neutral, tanto en 2015 como en 2016. Las proyecciones actuales contemplan que el consumo de los hogares crezca un 3,4 % en 2015, impulsado principalmente por la notable mejoría de las condiciones del mercado de trabajo y, de manera más transitoria, por el efecto positivo sobre el crecimiento de su renta disponible de la reducción del precio del crudo y la rebaja de la imposición directa. Se espera que la gradual pérdida de impulso de estos últimos elementos a lo largo del horizonte de

proyección dé lugar a una moderación del dinamismo del consumo privado, de modo que su tasa de variación media anual se desaceleraría hasta el 2,3 % en 2016.

Se espera que la inversión empresarial continúe experimentando un crecimiento robusto, en un contexto de fortaleza de la demanda final y de condiciones financieras favorables, en el que sigue presente la necesidad de ampliar el capital existente. Por su parte, la incipiente estabilización del mercado de la vivienda, tanto en precios como en cantidades, dará paso a una recuperación gradual y moderada de la inversión residencial, en un entorno de persistencia de un *stock* relativamente elevado de viviendas pendientes de venta.

En el ámbito del comercio exterior, se anticipa una trayectoria ascendente de las exportaciones, favorecidas tanto por la progresiva recuperación de los mercados de destino, que será más acusada en 2016, como por los efectos desfasados de la reciente depreciación cambiaria. Por su parte, se espera que las importaciones continúen mostrando un comportamiento dinámico, en línea con la demanda final. Como resultado de esta evolución de los flujos comerciales reales y de la senda proyectada para los deflatores del comercio exterior, se estima que el saldo de la balanza de bienes y servicios mantendrá, a lo largo del período de proyección, superávits algo mayores que los observados en 2014.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	Proyección actual		Proyección de marzo de 2015	
		2015	2016	2015	2016
PIB	1,4	3,1	2,7	2,8	2,7
Consumo privado	2,4	3,4	2,3	3,3	2,4
Consumo público	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,1
Formación bruta de capital fijo	3,4	5,9	6,1	5,9	6,7
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	12,2	8,8	8,9	9,1	9,1
Inversión en construcción	-1,5	4,8	4,5	4,1	5,1
Exportación de bienes y servicios	4,2	5,1	5,7	5,2	5,8
Importación de bienes y servicios	7,6	5,3	5,9	6,2	6,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,2	3,1	2,6	3,0	2,7
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	0,0	0,1	-0,2	0,0
PIB nominal	0,9	3,3	3,3	3,2	3,4
Deflactor del PIB	-0,5	0,2	0,6	0,4	0,7
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,2	1,3	-0,2	1,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,2	2,9	2,6	2,7	2,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,0	1,2	1,1	1,0	0,8

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 19 de junio de 2015.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación del proceso de intensa creación de empleo y de moderación salarial que se viene observando desde el inicio de la recuperación. El avance del empleo comportará reducciones adicionales de la tasa de paro, que, no obstante, se verán atemperadas por el modesto aumento previsto de la población activa.

Las proyecciones de variación de los precios de consumo apenas han cambiado en comparación con el ejercicio de marzo. Como se ha indicado, los cambios en los supuestos externos han sido muy reducidos y los datos de los últimos meses han confirmado, en líneas generales, las proyecciones formuladas entonces. En el período de proyección se espera un repunte de la inflación, que, en parte, está motivada por el moderado encarecimiento del crudo al que apuntan los mercados de futuros y, en parte, por un incremento de los precios del componente subyacente, como consecuencia del impacto de la depreciación cambiaria y de la reducción del grado de holgura en la economía. La tasa de crecimiento del IPC alcanzaría valores positivos en el tramo final de 2015 y experimentaría una moderada aceleración posterior, si bien no alcanzaría niveles próximos al 2 % hasta más allá del horizonte de proyección. En términos del deflactor del PIB, se estima que los precios podrían crecer, por término medio, un 0,3 % en 2015 y un 0,6 % en 2016.

Los riesgos que rodean al escenario central de crecimiento del PIB presentan un balance equilibrado. Por un lado, persiste alguna incertidumbre sobre los posibles desarrollos en el área del euro. Asimismo, un eventual agravamiento de los conflictos geopolíticos existentes afectaría negativamente a la senda de crecimiento

descrita en estas proyecciones, como también lo haría una evolución de algunas economías, tanto emergentes como avanzadas, de fuera de la UE, peor que la prevista. En el ámbito interno, la incertidumbre acerca de la agenda de reformas a medio plazo podría generar un descenso en la confianza de los agentes. En sentido opuesto, no se puede descartar que algunos de los impulsos presentes en la actualidad prolonguen sus efectos más allá de lo que contempla este escenario central, de modo que la demanda interna mantenga en los próximos meses el fuerte ritmo de recuperación observado en el período más reciente. Hay que tener en cuenta, por ejemplo, la dificultad de estimar con precisión los efectos de las importantes medidas no convencionales adoptadas por el Eurosistema sobre las condiciones de financiación, el tipo de cambio o el crédito, y, en particular, los posibles retrasos en la materialización plena de sus efectos positivos sobre la actividad.

En el terreno de la inflación, desde la publicación, en marzo, de las anteriores proyecciones, los riesgos de desviación se han inclinado ligeramente hacia el lado positivo. En concreto, coincidiendo con la aplicación simultánea de las últimas medidas extraordinarias de política monetaria adoptadas por el BCE, se han reducido apreciablemente los riesgos de un posible desanclaje de las expectativas de inflación. De hecho, los distintos indicadores disponibles revelan un cierto repunte de dichas expectativas en los últimos meses, que, de mantenerse en el futuro, podría contribuir a acelerar la tasa de inflación a mayor ritmo que el que contempla el escenario central. Con todo, el grado de incertidumbre acerca del curso futuro de los precios del petróleo sigue siendo elevado, limitando la precisión de las proyecciones de inflación.