

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2018-2021):  
CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES  
DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2018

Introducción y resumen

Este informe describe las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2018-2021, integradas dentro de las previsiones para el conjunto del área del euro que el BCE dio a conocer el jueves 13 de diciembre<sup>1</sup>. Las actuales proyecciones para España incorporan la nueva información conocida desde la publicación de las anteriores, el pasado 21 de septiembre<sup>2</sup>. Además, incluyen por primera vez el año 2021 en el horizonte de proyección.

La economía española ha seguido conservando una notable inercia expansiva en la segunda mitad de 2018. En el tercer trimestre del año, el PIB habría crecido, como en los dos primeros, un 0,6 % intertrimestral, y para el cuarto trimestre la información disponible apunta a una tasa similar. La estabilidad del crecimiento de la economía española a lo largo de este año contrasta con la evolución observada en el conjunto del área del euro, donde la actividad ha experimentado un notable debilitamiento en comparación con 2017, debido, en parte, a factores transitorios. Una de las razones por las que estos no habrían tenido un reflejo aparente sobre la economía española vendría dada porque sus efectos se habrían visto compensados, en la segunda mitad del año, por la entrada en vigor de los Presupuestos Generales del Estado para 2018, que incluyen varias medidas que han impulsado las rentas de los hogares.

Las proyecciones contemplan una prolongación, a lo largo del período 2018-2021, de la fase alcista del ciclo iniciada a finales de 2013. Los factores sobre los que se sustenta esta evolución proyectada son el mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria, el fortalecimiento de la situación patrimonial de las empresas y las familias y, en el corto plazo, los efectos de las medidas fiscales expansivas ya comentadas y el reciente descenso en el precio del petróleo. En conjunto, estos factores habrían de permitir que la economía siga expandiéndose a ritmos sensiblemente superiores a su tasa potencial, con lo que continuaría la absorción de los elevados volúmenes de desempleo generados con la crisis.

No obstante, se espera que el crecimiento del PIB evolucione dentro de una senda de gradual desaceleración a lo largo del horizonte de proyección. Ello sería consecuencia, entre otros factores, de la atenuación progresiva de los efectos expansivos de las medidas de política monetaria adoptadas en los últimos años, que hará que las condiciones financieras empiecen a tornarse paulatinamente algo menos favorables para el gasto de los agentes privados, como indican los supuestos relativos a los tipos de interés sobre los que descansan las proyecciones. Adicionalmente, se considera que, en un contexto de niveles relativamente elevados de incertidumbre, la proporción de sus rentas que los hogares destinarán al consumo será menor que en los últimos años, revirtiendo así una parte de la pronunciada tendencia descendente mostrada por la

1 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018*.

2 En concreto, en comparación con las "*Proyecciones macroeconómicas en España (2018-2010)*", publicadas como recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», en el *Boletín Económico*, 3/2018, las proyecciones actuales incluyen los cambios observados entre el 14 de septiembre y el 21 de noviembre en los supuestos técnicos, en las hipótesis presupuestarias y en las previsiones acerca del contexto exterior de la economía. Además, las proyecciones incorporan los datos más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), que recogen los resultados preliminares del tercer trimestre del año en curso y una revisión de las series históricas para el período 2014-2017.

Tasas de variación anual sobre volumen y porcentaje del PIB

	2017	Proyecciones de diciembre de 2018				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en septiembre de 2018		
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB	3,0	2,5	2,2	1,9	1,7	-0,1	0,0	-0,1
Consumo privado	2,5	2,4	1,9	1,5	1,3	0,2	0,2	0,1
Consumo público	1,9	2,1	1,6	1,2	1,2	0,2	0,2	0,0
Formación bruta de capital fijo	4,8	6,2	4,7	3,6	2,7	1,1	0,7	-0,3
Inversión en bienes de equipo	5,7	7,8	5,9	3,8	3,0	2,7	2,1	0,1
Inversión en construcción	4,6	6,1	4,5	3,7	2,8	0,6	0,1	-0,7
Exportación de bienes y servicios	5,2	1,8	3,4	4,0	3,8	-0,8	-0,6	0,0
Importación de bienes y servicios	5,6	3,8	4,1	4,1	3,8	0,7	0,1	0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	3,1	2,4	1,9	1,6	0,4	0,3	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,1	-0,6	-0,2	0,0	0,1	-0,5	-0,2	-0,1
PIB nominal	4,3	3,6	4,0	3,7	3,5	-0,1	0,1	-0,1
Deflactor del PIB	1,2	1,0	1,8	1,8	1,8	0,0	0,1	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,0	1,8	1,6	1,6	1,7	0,0	-0,1	0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos (IAPC)	1,2	1,1	1,5	1,7	1,8	0,1	0,1	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,9	2,5	1,6	1,6	1,6	0,1	-0,3	-0,1
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	16,5	14,6	14,1	12,9	12,2	0,0	0,9	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	17,2	15,3	14,3	13,3	12,4	0,0	0,5	0,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,2	1,0	0,8	0,7	0,6	-0,2	-0,3	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,1	-2,7	-2,4	-2,0	-1,8	0,0	0,1	0,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
 Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2018.

a Fecha de cierre de las predicciones: 28 de noviembre de 2018.

tasa de ahorro durante la última década. Como resultado, se espera que, tras presentar un crecimiento del 2,5 % en 2018, el PIB modere su avance hasta el 2,2 % en 2019, el 1,9 % en 2020 y el 1,7 % en 2021.

Los precios de consumo han mostrado una notable aceleración en el transcurso de 2018, impulsados por el componente energético. Sin embargo, a partir de noviembre ha comenzado a observarse una ralentización significativa de esta rúbrica, en consonancia con la reducción mecánica de la tasa interanual que se deriva de la fuerte subida que el precio del crudo registró en la última parte de 2017 (efecto base) y con su abaratamiento más reciente. La caída en la contribución del componente energético a la tasa de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), hasta tender a anularse a partir de mediados de 2019, se vería progresivamente contrarrestada por el repunte del componente subyacente, esto es, el que excluye los precios de los alimentos y los bienes energéticos, al compás de la ampliación gradual de la brecha de producción como consecuencia del mantenimiento de ritmos de avance del PIB por encima de su tasa potencial. Como resultado de la trayectoria contrapuesta de los componentes energético y subyacente, la tasa de variación media anual del IAPC se moderará en 2019

en 0,2 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,6 %, antes de repuntar levemente en 2021 al 1,7 %. Por su parte, la inflación subyacente mostraría un perfil gradualmente creciente a lo largo del horizonte de proyección, desde el 1,1 % en el promedio de 2018 hasta el 1,8 % en el de 2021.

En comparación con las proyecciones de septiembre, la senda de crecimiento del PIB experimenta algunas revisiones a la baja, que, en todo caso, son de tamaño reducido. Los cambios son consecuencia de diversos factores que operan en direcciones contrapuestas. En 2018, la revisión a la baja de una décima se explica porque los datos más recientes de la Contabilidad Nacional indican que el avance del producto de la economía al inicio del año fue algo menor que el que se estimaba hasta ahora. Por lo que respecta a 2019, la evolución actual de la actividad, ligeramente más favorable en comparación con lo esperado hace unos meses, junto con los efectos expansivos derivados del menor precio del petróleo y del tipo de cambio algo más depreciado, se ve contrarrestada por el empeoramiento reciente de las perspectivas relativas a los mercados exteriores. Este último factor explica la modesta revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento en 2020. Por su parte, las proyecciones relativas al crecimiento del IAPC experimentan pequeñas modificaciones, a la baja en 2019 y al alza en 2020, en línea con los cambios en la trayectoria del precio del petróleo reflejada por los mercados de futuros.

## Actividad y empleo

Como en los últimos ejercicios de proyección, la desaceleración de la actividad a lo largo del horizonte temporal considerado refleja la expectativa de una moderación gradual del dinamismo de la demanda nacional privada, que, en todo caso, seguirá viéndose alentado por la persistencia de condiciones financieras favorables y por la mejora en la situación patrimonial de familias y empresas. Por su parte, la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, que en 2018 está alcanzando una magnitud significativa, tendería a disminuir, de acuerdo con los supuestos del ejercicio, en el resto del horizonte de proyección.

Dentro de la demanda nacional, el avance del consumo privado continuará viéndose favorecido por la creación de empleo y el aumento de los salarios reales. En comparación con las proyecciones de septiembre, las actuales contemplan una ligera revisión al alza del avance de este componente de demanda. Este cambio resulta, fundamentalmente, del abaratamiento reciente del precio del petróleo, aunque también incidirá positivamente sobre el gasto de los hogares el aumento de renta resultante de la aplicación de la sentencia reciente del Tribunal Supremo que ha dictaminado que las prestaciones por maternidad y paternidad están exentas de tributación en el IRPF, por lo que la Agencia Tributaria ha comenzado ya a tramitar las correspondientes devoluciones sobre las cantidades percibidas en los ejercicios 2014 a 2017. Por su parte, como se describe en el recuadro 1, las proyecciones incorporan el anunciado —aunque aún no aprobado— aumento del salario mínimo interprofesional (SMI), cuyo impacto sobre el consumo sería aproximadamente neutral. Dada su importante cuantía (un 22,3 %), este incremento afectará de manera directa a una proporción considerable de los trabajadores en activo (un 6,2 % de ellos percibe un salario igual o inferior al SMI propuesto para 2019). Sin embargo, según las estimaciones realizadas, el impacto de la medida sobre la remuneración de los asalariados, en su conjunto, será prácticamente nulo, ya que, en términos porcentuales, los efectos al alza sobre el salario medio se verán compensados aproximadamente por una pérdida de empleo de similar magnitud<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> A. Lacuesta, M. Izquierdo y S. Puente (2018), «Un análisis del impacto de las subidas del salario mínimo interprofesional», artículo analítico del Banco de España de próxima publicación.

En cuanto al perfil temporal del consumo, se proyecta, como en ejercicios de previsión pasados, una desaceleración gradual, lo que se explica por la incorporación del supuesto de que los hogares tenderán a elevar su tasa de ahorro tras la pronunciada reducción observada desde el inicio de la década hasta situarse en niveles mínimos históricos. Este supuesto, en el contexto actual, reflejaría, en parte, el aumento de incertidumbre acerca de la evolución económica global. Adicionalmente, a medida que avance el horizonte de proyección, el incremento de las rentas de los hogares tenderá a descansar con intensidad creciente sobre los incrementos de los salarios reales y, cada vez en menor medida, sobre la generación de empleo. Esta composición del crecimiento de las rentas laborales tenderá a aminorar el dinamismo del consumo, puesto que, en términos agregados (a diferencia de lo que ocurre en la parte baja de la distribución salarial), la propensión marginal a consumir una unidad adicional de renta es menor cuando esta procede de un aumento del salario que cuando lo hace de un nuevo empleo.

Por lo que respecta a los componentes de la formación bruta de capital fijo, la inversión residencial continuará mostrando ritmos de crecimiento elevados, en un contexto en el que la obtención de financiación para la adquisición de vivienda se seguirá viendo favorecida por el avance del empleo y por la persistencia de tipos de interés en niveles reducidos. Por su parte, la inversión empresarial seguirá mostrando un notable dinamismo, impulsada por el elevado grado de utilización de la capacidad productiva instalada, así como también por las perspectivas de expansión de la actividad y los beneficios de las sociedades, la continuada disponibilidad de financiación a coste reducido y una posición financiera del sector progresivamente más saneada. En cualquier caso, también este agregado mostrará un cierto perfil de desaceleración, en línea con la moderación del avance de la demanda final y con el incremento de la incertidumbre ligado al aumento de las tensiones comerciales.

En el plano exterior, las exportaciones han mostrado una cierta debilidad en 2018, con un avance inferior al de los mercados a los que van destinadas, evolución en la que han desempeñado un papel relevante factores como el impacto adverso de la pasada apreciación cambiaria de la moneda común sobre las ventas realizadas hacia fuera del área del euro o la recuperación de los flujos turísticos dirigidos a países competidores de la cuenca mediterránea. El previsible desvanecimiento de estos efectos permitirá el retorno a las ganancias de cuota de mercado, aunque en una magnitud modesta, a lo largo del horizonte de proyección. En todo caso, como se detalla en el recuadro 1, las perspectivas sobre el comportamiento de los mercados de exportación son algo menos favorables que en el anterior ejercicio de previsión, lo que se ha traducido en una revisión a la baja de la senda prevista para las ventas de bienes y servicios al resto del mundo.

De los datos más recientes de Contabilidad Nacional se desprende una revisión al alza de la penetración de importaciones dentro de la demanda final en el período 2017-2018 en comparación con las series disponibles cuando se hicieron las previsiones anteriores. En consonancia con esta nueva información, las proyecciones actuales incorporan también una revisión al alza de la penetración de importaciones para el trienio 2019-2021. La magnitud de esta revisión es, no obstante, reducida, debido al cambio previsto en la composición del crecimiento de la demanda final, en la que pierden peso las exportaciones, rúbrica con un elevado contenido importador. Como resultado, la elasticidad de las importaciones a la demanda final ha quedado fijada en valores algo inferiores a los del último bienio, pero todavía más altos que en los primeros años de la recuperación.

La moderación del ritmo de avance de la actividad en el horizonte de proyección se traducirá en una disminución del ritmo de creación de puestos de trabajo en comparación

con el observado en los últimos años. Además, en el caso concreto de 2019, un factor adicional que ejerce una contribución relevante a la hora de explicar la revisión a la baja del crecimiento del empleo es la incorporación, entre los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones, de la subida del SMI<sup>4</sup>. No obstante, la incidencia negativa de un SMI mayor sobre el empleo, en 2019, se ve parcialmente compensada, en relación con la previsión de septiembre, por el hecho de que la evolución reciente del empleo haya sido más favorable de lo que se preveía entonces<sup>5</sup>. Los desarrollos proyectados de la ocupación propiciarán, a pesar del repunte que se anticipa para la población activa, descensos adicionales de la tasa de paro, que, a finales de 2021, se situaría algo por encima del 12 %. En comparación con las proyecciones de septiembre, la tasa de desempleo proyectada para finales de 2020 —del 12,9 %— es casi 1 pp más alta.

La capacidad de financiación de la economía española está registrando una notable disminución en 2018, de modo que, en el conjunto del año, podría situarse en el entorno del 1 % del PIB, 1,2 pp menos que en el año anterior. En parte, esta reducción del saldo exterior obedecería a la confluencia de varios factores cuya naturaleza es, en principio, predominantemente transitoria, como el encarecimiento del petróleo, la ralentización de los flujos de comercio mundial, la pasada apreciación del euro o la ya mencionada recuperación de los destinos turísticos que compiten con España<sup>6</sup>. Sin embargo, existen también algunas señales incipientes que apuntan a un posible agotamiento de los efectos positivos del proceso de ganancia de competitividad que se ha observado tras la crisis, lo que debe constituir un foco de atención en un contexto en el que la economía española sigue necesitando mantener superávits exteriores holgados para reducir su todavía elevado endeudamiento exterior. En el trienio 2019-2021, la capacidad de financiación de la economía española registraría una pequeña moderación adicional a la observada en 2018, que se explicaría por la evolución proyectada de los flujos reales de bienes y servicios y por una cierta ampliación del déficit de rentas (resultante de un encarecimiento del coste de financiación de la deuda externa).

El déficit público se reduciría en 2018 hasta el 2,7 % del PIB. Bajo los supuestos utilizados, que se describen en el recuadro 1, el desequilibrio presupuestario seguiría corrigiéndose de forma gradual en los años posteriores, a un ritmo similar al anticipado en las proyecciones de septiembre, hasta situarse en el 1,8 % del PIB en 2021. No obstante, la mejora proyectada del déficit descansará sobre los efectos favorables del ciclo económico, mientras que, por el contrario, el saldo estructural experimentará un empeoramiento concentrado al inicio del horizonte de proyección.

## Precios y costes

En 2019, el ritmo de avance de la remuneración por asalariado se verá impulsado por los efectos de la proyectada subida del SMI, cuya contribución al crecimiento de la retribución media por asalariado de la economía se estima que tendrá una magnitud de 0,8 pp. Dado que se espera que el impacto de la medida sobre el ritmo de crecimiento de la productividad tenga un tamaño similar, se prevé, por consiguiente, que, por sí solo, el aumento del salario mínimo comporte un efecto aproximadamente neutral sobre la tasa de variación de los costes laborales unitarios. Esta variable se acelerará, no obstante, a lo largo del período de previsión como consecuencia del progresivo repunte del crecimiento salarial a que dará

4 Véase A. Lacuesta, M. Izquierdo y S. Puente (2018), *op. cit.*

5 Aritméticamente, el crecimiento de una variable en el promedio de un determinado año se ve impulsado de forma mecánica al alza cuanto mejor sea su comportamiento al final del año precedente. Por este motivo, las sorpresas al alza en la generación de empleo al final de 2018 provocan una revisión en el mismo sentido de la tasa media de esa variable en 2019.

6 Véase el recuadro 5 ("Evolución reciente y perspectivas de la cuenta del resto del mundo de la economía española") del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018.

lugar la proyectada reducción gradual de la holgura cíclica en el mercado laboral, junto con la aplicación de las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva para el trienio 2018-2020.

Este mayor ritmo de aumento de los costes laborales unitarios dará lugar a una intensificación de las presiones inflacionistas internas. Por el contrario, el componente externo de la formación de precios de la demanda final, medido por el deflactor de las importaciones, seguirá mostrando tasas positivas, pero declinantes a lo largo del período de proyección, como reflejo de la senda ligeramente decreciente de los precios del petróleo. Como resultado de esta evolución, se proyecta una aceleración de la inflación subyacente —medida por la tasa de variación del IAPC sin energía ni alimentos— desde el 1,1 % en 2018 hasta el 1,8 % en 2021. Por su parte, el crecimiento del indicador general presentará un perfil descendente hasta el verano de 2019, dominado por las tasas de variación cada vez menores del componente energético, comenzando a repuntar a partir de entonces, como reflejo de la evolución del componente subyacente. Con ello, en términos de las medias anuales, el crecimiento del IAPC se desacelerará en dos décimas en 2019, hasta el 1,6 %, tasa que se mantendría en 2020, y que se elevaría en una décima en 2021.

## Riesgos

Los riesgos que rodean el escenario central de evolución de la actividad económica continúan orientados a la baja. Las incertidumbres proceden sobre todo del contexto exterior, donde algunos riesgos que ya han comenzado a afectar negativamente al escenario central de las proyecciones podrían ejercer efectos aún más desfavorables en el futuro. Este es el caso de las eventuales repercusiones que la combinación de políticas económicas aplicadas en Estados Unidos podría ejercer sobre las condiciones financieras globales, cuyo hipotético tensionamiento adicional dificultaría la refinanciación, en términos tanto de coste como de volúmenes, de aquellas economías con un elevado endeudamiento en dólares. Además, persiste la incertidumbre acerca de la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas que distorsionen las cadenas productivas mundiales y frenen la inversión empresarial. Por el momento, las exportaciones españolas se han visto poco dañadas de forma directa por las medidas de esta naturaleza ya introducidas a escala global, puesto que estas afectan, básicamente, al comercio bilateral entre Estados Unidos y China. Sin embargo, dada la complejidad de las interrelaciones actuales en las cadenas globales de valor, no puede descartarse que acaben desencadenándose efectos indirectos sobre otras áreas económicas de cierta relevancia. Además, en un contexto en el que el flujo de noticias acerca del desarrollo del proceso de salida de la UE por parte del Reino Unido es muy cambiante, alguno de los escenarios posibles podría comportar consecuencias muy severas para los mercados financieros de ambas áreas económicas y para los intercambios comerciales entre ellas.

Adicionalmente, las proyecciones descansan sobre la premisa de que la pérdida de impulso registrada recientemente en el área del euro, el principal destino exportador de la economía española, tiene un carácter fundamentalmente transitorio. Sin embargo, cabe la posibilidad de que esta debilidad se explique, en parte, por factores con un mayor grado de persistencia, que incluirían, en particular, las fuentes de incertidumbre global que se acaban de mencionar. Adicionalmente, aunque los efectos de la incertidumbre acerca de la senda futura de la política presupuestaria en Italia se han visto confinados por el momento a esa economía, no es descartable que afecten en el futuro a un ámbito más amplio.

En el plano interno, la actual fragmentación parlamentaria da lugar a un notable grado de indeterminación acerca de la orientación futura de las políticas económicas, y, en particular,

sobre el proceso de consolidación presupuestaria y sobre la adopción de reformas que aumenten el potencial de crecimiento de la economía. Además, un hipotético repunte de las tensiones políticas en Cataluña podría afectar adversamente al crecimiento económico, especialmente en esa comunidad autónoma.

En el ámbito de la inflación, los riesgos de desviación con respecto al escenario central se inclinan asimismo predominantemente a la baja como consecuencia de una eventual materialización de los riesgos sobre la actividad anteriormente descritos, particularmente de los procedentes del contexto exterior. De este modo, un menor dinamismo de la actividad podría dar lugar a un repunte salarial menos pronunciado y, en consecuencia, a una mayor debilidad de las presiones inflacionistas. Además, la elevada volatilidad que el precio del petróleo está mostrando en las últimas semanas constituye un factor adicional de incertidumbre en relación con la evolución de los precios de consumo.

14.12.2018.



Los supuestos sobre los tipos de interés y los precios del petróleo y otras materias primas proceden de los precios negociados en los correspondientes mercados en los diez días laborables que anteceden a la fecha de cálculo (que, en este caso, es el 21 de noviembre). En concreto, el precio del barril de petróleo se situaría en 67,5 dólares en el promedio de 2019, un 6 % menos que en 2018, y mostraría una ligera caída adicional en los dos años posteriores, hasta situarse en 65,9 dólares en 2021. En comparación con las previsiones de septiembre, los nuevos supuestos comportan una revisión a la baja significativa. En términos de los promedios anuales, la magnitud de la revisión es algo mayor en 2019 (8 pp) que en 2020 (5,1 pp).

Los niveles esperados por los mercados para los tipos de interés a corto plazo a lo largo del horizonte de proyección apenas han cambiado con respecto al ejercicio de septiembre. En promedio anual, el euríbor a tres meses se mantendría en 2019 en los niveles registrados este año, del -0,3 %, y aumentaría en 30 puntos básicos (pb) en cada uno de los dos años posteriores, hasta alcanzar el 0,3 % en 2021. En el tramo largo de la curva, sigue observándose un perfil creciente de la senda de rentabilidades de la deuda pública a diez años. En términos de los promedios anuales, esta variable pasaría del 1,4 % en 2018 al 2,5 % en 2021. Por su parte, el coste de la financiación crediticia de familias y empresas, que suele estar referenciado a los tipos de interés de corto plazo, apenas ha variado con respecto a las proyecciones anteriores.

El nivel del tipo de cambio efectivo nominal del euro a lo largo del horizonte de proyección, que se corresponde, de acuerdo con la metodología empleada, con el negociado en los mercados al contado de divisas en las dos semanas anteriores a la fecha de cierre de los supuestos, está algo más depreciado —casi un 2 %— en el actual ejercicio de previsión en comparación con el precedente. En el caso del tipo de cambio del euro frente al dólar, las revisiones han sido aproximadamente de la misma magnitud.

La evolución esperada de la actividad y de las importaciones de las principales áreas geográficas con las que comercia España es ahora menos favorable, en la parte inicial del período de previsión, de lo que se proyectaba en septiembre, lo que conduce a una cierta revisión a la baja del crecimiento previsto de los mercados de exportación de España en el corto plazo. Los ritmos de avance esperados para esta variable son relativamente modestos, oscilando, entre 2018 y 2021, en un rango comprendido entre el 3,1 % y el 3,7 %, tasas significativamente más reducidas que la observada en 2017.

Dentro del conjunto de supuestos sobre los que se condicionan las previsiones, un cambio relevante en comparación con el ejercicio de septiembre viene dado por la incorporación al escenario central de un incremento del salario mínimo interprofesional desde los 735 euros actuales (en 14 pagas mensuales) hasta 900 en 2019, medida de política económica anunciada por el Gobierno, aunque aún no aprobada en la fecha

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2017	Proyecciones de diciembre de 2018				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en septiembre de 2018 (b)		
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Entorno internacional								
Producto mundial	3,6	3,6	3,3	3,4	3,3	-0,1	-0,1	0,0
Mercados de exportación de España	4,9	3,1	3,3	3,7	3,4	-0,4	-0,5	0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	54,4	71,8	67,5	66,8	65,9	-1,5	-8,0	-5,1
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,18	1,14	1,14	1,14	-0,01	-0,03	-0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	117,0	121,5	118,0	118,0	118,0	-0,3	-1,8	-1,8
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,6	1,4	1,8	2,2	2,5	0,0	0,1	0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 21 de noviembre de 2018. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, diferencias porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y diferencias en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- d Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a ellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.



de cierre de estas proyecciones. Una novedad adicional es la inclusión en el escenario central de la devolución de los importes tributados desde 2014 en el IRPF sobre las prestaciones de paternidad y maternidad, que, en aplicación de una sentencia reciente del Tribunal Supremo, ya ha comenzado a tramitar la Agencia Tributaria.

Los supuestos relativos a la política fiscal en el horizonte de proyección presentan cambios pequeños con respecto al ejercicio de previsión previo. En todo caso, esos supuestos están sujetos a una incertidumbre mayor de la habitual como consecuencia del actual contexto de indefinición del ciclo presupuestario. Para 2018, las previsiones incorporan las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas (AAPP) para este año, así como la información disponible sobre su ejecución. Con respecto a los supuestos para el resto del horizonte de proyección, el pasado 15 de octubre, siguiendo el calendario del Semestre Europeo, el Gobierno remitió a la Comisión Europea un «Plan Presupuestario 2019» con nuevas medidas tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos. No obstante, en la fecha de cierre de la recogida de información para la realización de este ejercicio de proyecciones, todavía no se habían presentado a las Cortes Generales ni el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2019, ni los proyectos para la creación de los nuevos impuestos anunciados en el Plan Presupuestario, persistiendo así la incertidumbre sobre el alcance y el detalle de las nuevas medidas. En consecuencia, los supuestos considerados no incorporan estas nuevas medidas, salvo en lo que se refiere a aquellas que ya han sido aprobadas<sup>1</sup> o que se encuentran más claramente definidas por responder a acuerdos concretos (como la subida de las pensiones con el IPC real en 2018 y 2019, o las relativas al empleo y a los salarios públicos en 2019-2020).

En este contexto, se ha recurrido, como en las previsiones de septiembre, al uso de determinados supuestos técnicos a la hora

de proyectar las sendas esperadas de algunas rúbricas presupuestarias en el período 2019-2021. En primer lugar, se realiza el supuesto de que las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española<sup>2</sup>. En segundo lugar, se supone que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá fijada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales. En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para las partidas menos discrecionales de gasto se realizan supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada, junto con los incrementos acordados para 2018-2019, por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y por el envejecimiento de la población—, en prestaciones por desempleo —que depende, principalmente, de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

De acuerdo con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal, junto con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal sería expansivo en 2018 y 2019, para pasar a ser neutral en los dos años siguientes<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Lo que incluye las rebajas impositivas incorporadas en el RDL 15/2018, de 5 de octubre, de medidas urgentes para la transición energética y la protección de los consumidores, y, como se indica en el texto principal, las resultantes de la sentencia del Tribunal Supremo de 5 de octubre de 2018, estableciendo la exención en el IRPF de las prestaciones por maternidad.

<sup>2</sup> En el caso particular de la inversión pública, el escenario previsto incluye la asunción en 2018 de 1.800 millones de euros por los costes de la responsabilidad patrimonial de las autopistas de peaje en concurso de acreedores —importe ya registrado por el Estado— y de unos 1.000 millones de euros adicionales por sentencias judiciales que afectan a las CCAA y que se asume que se contabilizarán también en este año. En contrapartida, se sigue asumiendo que las AAPP ingresaran unos 1.000 millones de euros por la relicitación de las citadas autopistas de peaje en 2019, en línea con la estimación del Programa de Estabilidad 2018-2021.

<sup>3</sup> Cabe destacar el importante impacto en 2018 de medidas de carácter transitorio (coste de las autopistas en quiebra, sentencias judiciales en las CCAA, esquemas de protección de activos y activos fiscales diferidos de la banca) por un importe equivalente a un 0,5 % del PIB, que se habría visto parcialmente compensado por un comportamiento de los ingresos más dinámico de lo esperado.