

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2019-2021):
CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES
DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2019

Introducción y resumen

Esta nota describe las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2019-2021 que forman parte de las previsiones para el conjunto del área del euro que el BCE dio a conocer el 6 de junio¹. Las actuales proyecciones para España incorporan la información que se conoce desde la publicación de las proyecciones precedentes el pasado 20 de marzo en el *Boletín Económico* 1/2019².

En la parte transcurrida de 2019, la actividad de la economía española ha continuado mostrando una notable fortaleza. En concreto, según las estimaciones iniciales del Instituto Nacional de Estadística (INE), el PIB habría aumentado un 0,7 % en tasa intertrimestral en el primer trimestre del año, tasa ligeramente superior a la que se esperaba en marzo y también a la de los trimestres previos. Con ello, en el primer trimestre el dinamismo de la actividad siguió siendo superior al observado en el conjunto del área del euro, donde el crecimiento del PIB sorprendió también al alza, al situarse en el 0,4 %, 0,2 puntos porcentuales (pp) más que al cierre de 2018. En el segundo trimestre, el crecimiento del producto de la economía española podría situarse, de acuerdo con la información disponible, en torno al 0,6% (frente a la desaceleración algo mayor que se estaría produciendo en el conjunto del área del euro).

Las proyecciones actuales apuntan a una prolongación del actual período expansivo en el horizonte temporal considerado. Estas perspectivas se sustentan sobre el hecho de que el crecimiento sostenido del producto y del empleo está siendo compatible con la preservación de un conjunto de equilibrios macrofinancieros, entre los que destacan el mantenimiento de una posición competitiva favorable, que ha permitido la obtención recurrente de superávits por cuenta corriente en los últimos años, y el fortalecimiento a nivel agregado de la situación patrimonial de los agentes privados —financieros y no financieros—. Estos factores continuarán apoyando la actual dinámica expansiva, a la que también contribuirán el mantenimiento de una orientación acomodaticia de la política monetaria y el supuesto de que, tras su debilitamiento reciente y en ausencia de nuevos desarrollos adversos, en los próximos trimestres los mercados de exportación tenderán a recuperarse gradualmente. Como resultado de todo ello, se espera que el ritmo de avance de la economía siga superando holgadamente su tasa potencial, lo que permitirá que siga reabsorbiéndose el todavía elevado volumen de desempleo.

No obstante, se prevé 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 implicará que, aun siendo holgadas, las condiciones de financiación verán gradualmente reducido su impacto positivo sobre el crecimiento del producto. Además, dentro también del ámbito de las políticas de demanda, de acuerdo con los supuestos incorporados acerca del tono de política fiscal, el efecto

1 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2019*.

2 En concreto, en comparación con las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2021)*, publicadas como recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española» en el *Boletín Económico* 1/2019, las proyecciones actuales incluyen los cambios observados entre el 7 de marzo y el 15 de mayo en los supuestos técnicos, en las hipótesis presupuestarias y en las previsiones acerca del contexto exterior de la economía. Además, las proyecciones incorporan las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el primer trimestre de 2019.

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2018	Proyecciones de junio de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en marzo de 2019		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	2,6	2,4	1,9	1,7	0,2	0,0	0,0
Consumo privado	2,3	1,8	1,7	1,5	-0,2	0,0	0,1
Consumo público	2,1	1,7	1,3	1,2	-0,1	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	5,3	4,1	3,9	2,8	0,2	0,1	0,2
Inversión en equipo, intangibles y resto (b)	4,3	3,7	3,5	2,5	0,5	0,2	0,4
Inversión en construcción	6,2	4,6	4,3	3,1	0,0	-0,1	0,0
Exportación de bienes y servicios	2,3	1,6	3,2	3,5	-1,6	-0,8	-0,2
Importación de bienes y servicios	3,5	1,4	3,8	3,6	-2,2	-0,8	-0,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	2,3	2,1	1,7	0,0	0,1	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
PIB nominal	3,6	3,3	3,7	3,6	-0,4	0,1	0,1
Deflactor del PIB	1,0	0,9	1,7	1,8	-0,5	0,1	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	1,1	1,3	1,5	-0,1	-0,2	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,0	1,2	1,5	1,7	0,1	0,0	0,0
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,5	2,0	1,6	1,6	0,4	0,0	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	14,4	13,8	12,4	11,8	-0,1	-0,4	-0,3
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Media anual	15,3	13,9	13,0	12,1	-0,3	-0,2	-0,2
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	1,0	0,9	0,9	-0,1	0,1	0,2
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,5	-2,4	-1,8	-1,6	0,1	0,2	0,2

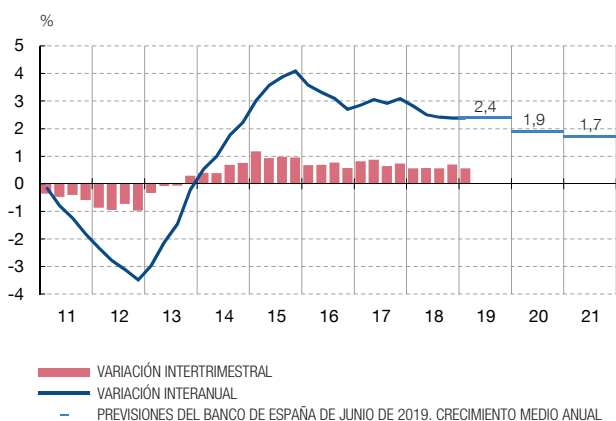
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2019.

a Fecha de cierre de las predicciones: 22 de mayo de 2019.

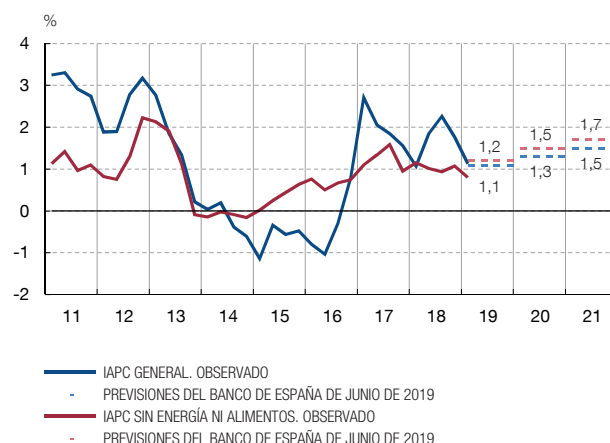
b Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

expansivo de las medidas presupuestarias adoptadas en 2018, que en particular proporcionaron un impulso a las rentas de los hogares, tenderá a agotarse paulatinamente a lo largo del presente ejercicio. Por último, la información de la Contabilidad Nacional referida a la evolución del consumo privado en el último trimestre del año pasado y el primero de 2019, junto con la desaceleración observada en los meses más recientes en el crédito destinado a financiar este tipo de gasto, sugiere que los hogares podrían estar moderando el ritmo de expansión de su demanda de bienes y servicios. Esta tendencia podría estar anticipando un cierto repunte de la tasa de ahorro de estos agentes, que se sitúa actualmente en mínimos históricos. A este comportamiento algo menos dinámico no solo del gasto de consumo, sino también del de la inversión realizada por hogares y empresas, contribuiría asimismo el mantenimiento de un elevado grado de incertidumbre global. Como resultado de todo ello, se prevé que, tras el 2,6 % de 2018, el avance del PIB se modere hasta el 2,4 % en 2019, el 1,9 % en 2020 y el 1,7 % en 2021 (véanse cuadro 1 y gráfico 1).

1 VARIACIÓN INTERANUAL E INTERTRIMESTRAL DEL PIB (%)



2 INFLACIÓN (%)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En el ámbito de los precios, se espera que la ampliación gradual de la brecha de producción positiva a que está dando lugar la prolongación de la fase expansiva se traduzca en un repunte progresivo, a lo largo del horizonte de proyección, de la inflación subyacente. En promedio, el avance del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) sin alimentos ni bienes energéticos se situaría en el 1,2%, el 1,5% y el 1,7%, respectivamente, en 2019, 2020 y 2021. La trayectoria ascendente de los precios sería algo menos pronunciada en términos del IAPC general. Ello se debe a la pauta descendente que, de acuerdo con los supuestos relativos al precio del petróleo, construiría a partir de la senda reflejada en los mercados de futuros sobre las cotizaciones de esta materia prima, presentaría la tasa de variación del componente energético, que se haría negativa en el bienio 2020-2021.

En comparación con las proyecciones de marzo, el crecimiento del PIB se ve ligeramente revisado al alza en 2019, como consecuencia de que la tasa en el primer trimestre resultó ser una décima mayor que la anticipada hace tres meses, así como de la mejora, también de 0,1 pp, de la proyección relativa al segundo trimestre, a la luz de los datos más recientes referidos a la actividad. Por su parte, tanto para la segunda mitad de este año como para los dos siguientes, la senda de crecimiento del PIB se mantiene inalterada. Esto es el resultado neto de diversos cambios de signo opuesto en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones. En un sentido, el menor vigor proyectado de los mercados de exportación y el mayor nivel de los precios del petróleo son ahora algo menos favorables para el crecimiento del producto. En sentido contrario, se anticipan costes de financiación algo más reducidos, en consonancia con el menor nivel esperado de los tipos de interés, de acuerdo con los precios negociados en los mercados financieros.

Las proyecciones relativas a la inflación subyacente apenas han experimentado revisiones, en línea con la ausencia de cambios significativos en las perspectivas referidas a la evolución de la actividad y del mercado de trabajo. Sin embargo, las proyecciones referidas al crecimiento del IAPC son ahora ligeramente inferiores a las de marzo a lo largo de todo el horizonte de previsión, debido a las menores tasas de crecimiento del componente energético, lo que en el corto plazo está relacionado con las recientes sorpresas a la baja en los precios del gas y la electricidad y, a medio plazo, con el descenso más marcado del precio del petróleo que anticipan los mercados de futuros.

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, el crecimiento del producto seguirá sustentándose sobre el dinamismo del gasto doméstico privado, que se verá favorecido por la saneada situación patrimonial de los hogares y las empresas y por la prolongación de la presencia de condiciones financieras muy favorables. En concreto, las proyecciones actuales incorporan una persistencia muy elevada del reducido coste de la financiación crediticia, si bien, en sentido contrario, la información más reciente apunta a la aparición de algunos indicios incipientes de cierto endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. Por su parte, se espera que la contribución de la demanda exterior neta al avance del producto sea, en promedio, aproximadamente nula a lo largo del período de proyección, con el trasfondo de una cierta debilidad de los mercados exteriores.

Dentro del conjunto de la demanda nacional, se espera que el consumo privado continúe presentando a lo largo del horizonte de previsión un crecimiento sostenido por la prolongación del comportamiento expansivo de las rentas laborales de los hogares, el alivio de la carga financiera de los hogares más endeudados como consecuencia de los niveles persistentemente reducidos de los tipos de interés y la evolución favorable de la riqueza real de los hogares, en un contexto de mantenimiento de la senda alcista de los precios de la vivienda. No obstante, como ya ha comenzado a apuntar la información más reciente, el dinamismo de este componente del gasto agregado tendería a moderarse gradualmente en comparación con el pasado reciente debido a la confluencia de varios factores.

En primer lugar, aunque las rentas laborales de los hogares seguirán creciendo en el futuro próximo, su incremento tenderá a descansar más en la recuperación de los salarios reales que en la generación neta de puestos de trabajo, a diferencia de lo observado en los últimos años. Esta composición del crecimiento de los ingresos laborales es, *a priori*, menos propicia para el avance del consumo, dado que la propensión marginal al gasto es menor, comparativamente, cuando el incremento de las rentas laborales procede de mayores salarios reales que cuando proviene de un aumento de empleo. En segundo lugar, las proyecciones incorporan, como se ha indicado, el supuesto de que, en un entorno de mayor incertidumbre global, los hogares tenderán a recomponer su tasa de ahorro, que actualmente se sitúa en mínimos históricos. En este sentido, la desaceleración que desde finales de 2018 presenta el crédito destinado al consumo podría reflejar una cierta moderación de la propensión al gasto con cargo a rentas futuras, que, no obstante, también podría estar vinculada, al menos en parte, a factores transitorios, como los relacionados con los desarrollos recientes del mercado del automóvil³. En tercer lugar, la proyectada moderación del consumo se sustenta, además, en el agotamiento del proceso por el que la demanda embalsada de bienes duraderos y semiduraderos acumulada durante la crisis ha venido satisfaciéndose en los últimos años. Por último, el impulso que los Presupuestos Generales del Estado para 2018 otorgaron a las rentas de los hogares, cuyos efectos se estarían dejando sentir aún en la actualidad, tenderá a desvanecerse más allá del corto plazo. La senda resultante de la evolución del consumo privado incorpora una ligera revisión a la baja en el corto plazo, inducida por la información más reciente, y no registra cambios significativos en el resto del horizonte de proyección.

Por lo que respecta a los componentes de la formación bruta de capital fijo, la inversión residencial continuará viéndose alentada por el comportamiento favorable del mercado de

³ En concreto, la entrada en vigor, en septiembre de 2018, de la normativa sobre emisiones contaminantes dio lugar a un descenso, en el tramo final del año, de la compra de automóviles, bienes a cuya adquisición se destina habitualmente una proporción muy elevada del crédito al consumo. Ya en los primeros meses de este año se ha observado una prolongación de la desaceleración del crédito concedido a los hogares con finalidad distinta a la adquisición de vivienda, a pesar de la moderación de las caídas de las ventas de automóviles.

trabajo y por la persistencia de unas condiciones de financiación benignas. Este componente de la demanda experimentó ritmos elevados de crecimiento en los años iniciales de la recuperación, tras haber alcanzado un nivel muy reducido a raíz de la crisis. Este proceso de normalización del nivel de la inversión en vivienda condujo ya a una cierta moderación de las tasas de variación en 2018, que se espera que se mantenga en el horizonte de proyección. La combinación de esta moderación del dinamismo de la inversión en vivienda y del ligero repunte proyectado de la tasa de ahorro conduciría a una estabilización de las necesidades de financiación de los hogares en el entorno del 1 % del PIB.

En línea con las perspectivas de continuación de la expansión de la actividad, se espera que la inversión empresarial siga mostrando un notable dinamismo, como reflejo del elevado grado de utilización de la capacidad productiva instalada, la disponibilidad de financiación a coste reducido y el fortalecimiento reciente de la posición financiera de las empresas. Sin embargo, también este agregado mostrará un cierto perfil de desaceleración, en línea con la moderación del avance de la demanda final, la atenuación progresiva de las necesidades de ampliación de la capacidad instalada y el contexto de mayor incertidumbre que se deriva del aumento de las tensiones comerciales y de la falta de concreción de los plazos y la configuración final del *brexit*. En todo caso, la notable fortaleza que ha mostrado recientemente este componente de la demanda final ha llevado a revisar al alza el avance previsto para este agregado a lo largo del horizonte de previsión (y, en especial, para 2019), compensando así el efecto desfavorable que sobre las perspectivas relativas a su evolución tiene la revisión de los supuestos del ejercicio de proyección (y, en particular, las perspectivas de menor dinamismo de los mercados de exportación).

En el plano exterior, tanto las exportaciones como las importaciones han mostrado en la etapa más reciente una notable pérdida de dinamismo, con ritmos de avance que, en el tramo inicial del año, han sido significativamente inferiores a los anticipados hace tres meses. Esta evolución está relacionada con la desaceleración de los intercambios comerciales globales, que ha sido proporcionalmente más intensa que la de la propia actividad, lo que está relacionado, entre otros factores, con las incertidumbres introducidas por los sucesivos anuncios de medidas proteccionistas, que, en particular, han afectado a la actividad manufacturera y a la inversión a escala global. El comercio se ha visto dañado, además, por las dificultades idiosincrásicas por las que atraviesa la industria del automóvil, sector caracterizado por un elevado grado de participación en las cadenas globales de valor⁴. Más allá del corto plazo, ello se ha visto reflejado en los supuestos acerca del crecimiento de los mercados de exportación españoles, para los que, en comparación con las proyecciones de marzo, se espera ahora un avance inferior en 0,9 pp en términos acumulados a lo largo del horizonte de proyección. Todo ello conduce a una revisión a la baja del ritmo de avance de las exportaciones, más intensa en el corto plazo. A medida que progresa el horizonte de proyección, en el escenario central de estas proyecciones, se espera que las exportaciones cobren un mayor dinamismo, favorecidas por la proyectada mejoría de los mercados exteriores.

Las proyecciones relativas a las importaciones mantienen el supuesto de que su peso en la demanda final se situará en valores similares a los observados en los últimos años e inferiores, por tanto, al promedio histórico. Por lo demás, este componente del PIB se ha revisado también a la baja con respecto a marzo, en línea con la debilidad mostrada

4 Véase el recuadro 5 (“El impacto de la desaceleración del sector del automóvil desde una perspectiva de cadenas globales de valor”) del «Informe trimestral de la economía española», en el *Boletín Económico* 2/2019.

recientemente y con la menor pujanza de las ventas al resto del mundo, componente de la demanda con un elevado contenido importador.

La moderación gradual de las tasas de crecimiento del producto que se anticipa a lo largo del horizonte de proyección se traducirá en una disminución progresiva del ritmo de creación de puestos de trabajo. Además, los efectos de la subida del salario mínimo que entró en vigor al inicio del año tenderán a moderar el dinamismo del empleo en los próximos trimestres. En todo caso, el incremento de la ocupación permitirá que continúen observándose reducciones adicionales de la tasa de desempleo, aunque estas se verán atenuadas por el proyectado repunte de la población activa. La tasa de paro disminuirá hasta situarse ligeramente por debajo del 12 % al final del horizonte de proyección, cifra similar a la anticipada hace tres meses.

En 2018, el cierre de las cuentas de las AAPP se saldó con un déficit del 2,5 % del PIB, dos décimas menos de lo que se proyectaba en marzo, mejora que obedeció a un mayor dinamismo de los ingresos, así como a una cierta moderación del gasto en inversión. Bajo los supuestos utilizados, descritos en el recuadro 1, el déficit público se corregiría en una décima en 2019, lo que, a grandes rasgos, es el resultado neto de una mejora del componente cíclico y de un deterioro del componente estructural de magnitudes similares. En los dos años posteriores se proyecta una corrección gradual del déficit, como consecuencia de los efectos favorables del ciclo económico, mientras que el saldo estructural apenas variaría, y permanecería, por tanto, en niveles muy elevados.

Precios y costes

A lo largo del horizonte de proyección se espera un repunte de los crecimientos salariales con respecto a los observados en los últimos años, hasta tasas superiores al 2 % en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. Esta aceleración salarial será el resultado de la reducción gradual de la holgura cíclica en el mercado laboral, la aplicación de las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva para el trienio 2018-2020 y, en el corto plazo, la subida del Salario Mínimo Interprofesional (SMI). En un contexto en el que los crecimientos de la productividad seguirán siendo reducidos, el mayor avance de la remuneración de los asalariados se traducirá en incrementos más marcados de los costes laborales unitarios.

En términos de su impacto en los precios, los mayores incrementos de los costes laborales unitarios se verán compensados parcialmente por la moderación de las presiones inflacionistas procedentes del exterior, medidas por el deflactor de las importaciones, como reflejo de la senda ligeramente decreciente de los precios del petróleo. Como resultado neto de ambos efectos, 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 1,7 % en 2021. Por su parte, el perfil descendente que ha mostrado recientemente la tasa de variación del indicador general de precios de consumo se prolongará en los próximos meses, dominado por el comportamiento del componente energético, que pasará a registrar tasas negativas. A partir de finales del año, el indicador general comenzará a repuntar, lo que reflejará la evolución del componente subyacente. Como resultado, en términos de medias anuales, el crecimiento del IAPC se desacelerará en seis décimas en 2019, hasta el 1,1 %, y repuntará en 0,2 pp en cada uno de los dos años posteriores.

Riesgos

Los riesgos que rodean el escenario central de la evolución de la actividad económica continúan orientados a la baja, y su intensidad ha aumentado en los últimos meses. Las incertidumbres proceden, sobre todo, del contexto exterior, donde algunos riesgos señalados en anteriores informes ya han comenzado a materializarse y a afectar

negativamente al escenario central de las proyecciones. Destacan, en particular, la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas (que, entre otras vías, afectaría al comercio mundial a través de la alteración de las cadenas globales de valor) o un resurgimiento de las tensiones geopolíticas, que podrían acabar incidiendo negativamente sobre el comercio global y la inversión empresarial. Asimismo, una salida del Reino Unido de la UE sin acuerdo entre las partes podría comportar, potencialmente, consecuencias severas para ambas áreas económicas. Un factor de riesgo adicional tiene su origen en las dudas acerca de la efectividad de los paquetes de estímulo en China, así como acerca de sus posibles efectos secundarios en términos de agravamiento de los desequilibrios de esa economía. Por último, no puede descartarse que la incertidumbre en torno a la senda futura de la política fiscal desarrollada en Italia, cuyo impacto se ha limitado por el momento a ese país, acabe incidiendo sobre otras economías del área del euro. En el ámbito nacional, el elevado grado de fragmentación parlamentaria, que viene produciéndose desde hace varios años, introduce una mayor incertidumbre acerca de la orientación futura de las políticas económicas y de la adopción de reformas que aumenten el potencial de crecimiento de la economía.

En el ámbito de la inflación, los riesgos de desviación con respecto al escenario central se orientan también predominantemente a la baja, como consecuencia de dos tipos distintos de factores. Por un lado, una eventual materialización de los riesgos a la baja sobre la evolución de la actividad que se acaban de describir daría lugar a una moderación de las presiones inflacionistas (excepto, posiblemente, en el caso de una hipotética materialización de nuevas tensiones proteccionistas en forma de barreras arancelarias más elevadas). Por otro, las perspectivas de que la inflación subyacente repunte se encuentran condicionadas por el supuesto realizado acerca de la magnitud de la respuesta de la inflación al grado de holgura de la economía, supuesto sometido a importantes incertidumbres. En la dirección opuesta, un potencial repunte de las tensiones geopolíticas podría traducirse en mayores precios del petróleo y, como resultado de ello, en tasas de inflación más elevadas.

7.6.2019.

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés y de los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre (que, en este ejercicio de previsión, es el 15 de mayo). En particular, en promedio, el precio del petróleo se situaría en 68,1 dólares por barril en 2019, y mostraría una caída relativamente pronunciada en el bienio posterior, hasta situarse en 62,7 dólares en 2021 (véase cuadro 1). En comparación con las previsiones anteriores, esta senda supone una ligera revisión al alza, concentrada en los dos primeros años del horizonte de proyección (un 3,3 % en 2019 y un 1,4 % en 2020)¹.

Por lo que respecta a los tipos de interés esperados, el euríbor a tres meses se mantendría en 2019 y 2020, en promedio anual, en los niveles de 2018 (-0,3 %), y aumentaría en 10 puntos básicos en 2021, mientras que la rentabilidad de la deuda pública a diez años se elevaría desde el 1,1 % en 2019 hasta el 1,6 % en 2021. Ello supone que los niveles esperados para los tipos de interés se

han revisado a la baja (entre 0,1 pp y 0,2 pp, según el año), tanto en el tramo corto de la curva como en el largo. Por su parte, el coste de la financiación crediticia de las familias y las empresas se ha revisado ligeramente a la baja en el medio plazo, en línea con las revisiones de las proyecciones de los tipos de interés de corto plazo a los que suele estar referenciado.

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 fechas previas al cierre de los supuestos, está algo más depreciado que en el anterior ejercicio de previsión (en torno a un 1 %). También el tipo de cambio del euro frente al dólar es ahora algo inferior al de hace tres meses (un 2 %).

La evolución esperada de la actividad y de las importaciones de las principales áreas geográficas con las que comercia España es ahora menos favorable de lo que se proyectaba en marzo, especialmente en 2020. Esto conduce a una cierta revisión a la baja del crecimiento previsto de los mercados de exportación de España, que, tras situarse en el 3 % en 2018, se moderaría hasta el 2,6 % en 2019, para a continuación elevarse progresivamente hasta alcanzar el 3,2 % en 2021.

Los supuestos relativos a la política fiscal en el horizonte de proyección presentan cambios poco significativos con respecto al ejercicio de proyecciones de marzo. El 1 de enero, al no haberse aprobado los

¹ La revisión al alza de la senda de precios del petróleo, particularmente al inicio del horizonte de proyección, está relacionada con el encarecimiento del crudo en el período transcurrido de 2019, que obedece fundamentalmente a factores de oferta, como se desarrolla en el recuadro 1 ("Los factores explicativos de la evolución reciente del mercado de petróleo") del «Informe trimestral de la economía española», del *Boletín Económico* 2/2019.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2018	Proyecciones de junio de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en marzo de 2019 (b)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Entorno internacional							
Producto mundial	3,6	3,1	3,4	3,3	-0,2	0,0	0,0
Mercados de exportación de España	3,0	2,6	2,9	3,2	-0,1	-0,6	-0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	68,1	65,8	62,7	3,3	1,4	-0,1
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,12	1,12	1,12	-0,01	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	121,5	116,8	116,4	116,4	-0,8	-1,0	-1,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,4	1,1	1,3	1,6	-0,1	-0,2	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 15 de mayo de 2019. 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, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y 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 estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (PGE) para 2019, se prorrogaron automáticamente los presupuestos de 2018, situación inalterada tras el rechazo posterior por parte del Congreso del proyecto de presupuestos presentado por el Gobierno en enero. De este modo, la mayoría de las partidas presupuestarias quedarían congeladas en los niveles nominales del año pasado, excepto aquellas afectadas por determinadas medidas aprobadas por el Congreso, que fueron ya incorporadas en el anterior ejercicio de previsión². Asimismo, las proyecciones incorporan los presupuestos de las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales aprobados 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 30 de abril, siguiendo el calendario del Semestre Europeo, el Gobierno remitió a la Comisión Europea la Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022, realizada bajo el supuesto de ausencia de adopción de nuevas medidas, con dos excepciones: la aprobación para 2020 de las medidas de ingresos incluidas en el PGE que no llegaron a ponerse en marcha debido al rechazo de ese texto por parte del Congreso y la extensión de la indexación de las pensiones al IPC durante todo el horizonte de previsión. No obstante, en la fecha de cierre de la recogida de información de este ejercicio de proyecciones persiste la incertidumbre con respecto a la implementación de dichas medidas, por lo que, de acuerdo con la metodología del Eurosistema, los supuestos considerados no las incorporan.

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

de proyectar las sendas esperadas de algunas rúbricas presupuestarias en el período 2020-2021. 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 española³. En segundo lugar, se supone que la trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, 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 aquellas 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 la 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 2019, para pasar a ser aproximadamente neutral en los dos años siguientes⁴.

2 Entre estas medidas, cabe destacar por su magnitud, por el lado del gasto: i) la revalorización de las pensiones en 2019 en línea con el IPC previsto; ii) el aumento de los salarios públicos; iii) la ampliación progresiva de la baja de paternidad a 8 semanas este año, y a 12 y a 16, respectivamente, en cada uno de los dos años siguientes, y iv) la reintroducción del subsidio de desempleo para los mayores de 52 años. Por lo que se refiere a los ingresos, las proyecciones incluyen las elevaciones de las bases de cotización mínimas (por el aumento del SMI) y máximas (en un 7%), así como de las tarifas de los trabajadores autónomos.

3 En el caso particular de la inversión pública, el escenario previsto incluye la compensación a ACESA, compañía concesionaria de la autopista de peaje AP-7, por los gastos de ampliación de un tramo de dicha vía por valor de 585 millones de euros, de acuerdo con la sentencia del Tribunal Supremo de marzo de 2017.

4 Cabe destacar el importante impacto, en 2018 y 2019, de medidas de carácter transitorio (como los costes de las autopistas en quiebra, de los esquemas de protección de activos y activos fiscales diferidos de la banca, y de la sentencia sobre la exención en el IRPF de la prestación de maternidad y paternidad), por un importe equivalente a un 0,5 % y un 0,4 % del PIB, respectivamente.