

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2019-2022): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2019

Introducción y resumen

Este documento describe las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2019-2022, que forman parte de las previsiones para el conjunto del área del euro que el Banco Central Europeo (BCE) dio a conocer el 12 de diciembre¹. Estas proyecciones incorporan la nueva información conocida entre el pasado 24 de septiembre, fecha de publicación en el *Boletín Económico*, 3/2019, de las anteriores, y el 27 de noviembre². Además, incluyen por primera vez el año 2022 en el horizonte de proyección.

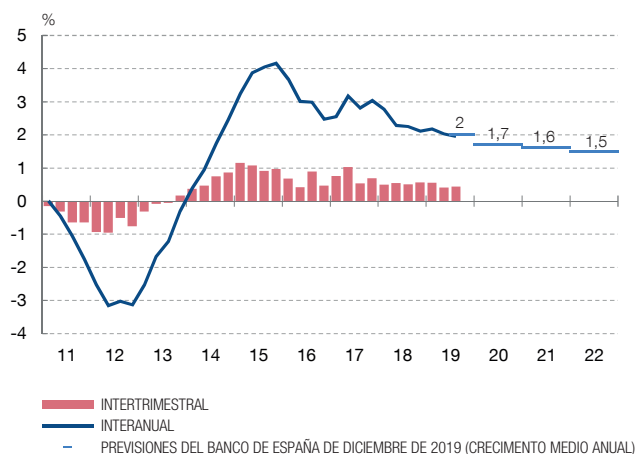
La economía española ha seguido mostrando un comportamiento expansivo en el segundo semestre de 2019, manteniendo ritmos de avance superiores a los registrados en el conjunto de la eurozona. En el tercer trimestre del año, el PIB creció, como en el trimestre precedente, un 0,4 % intertrimestral (frente al 0,2 % de la zona del euro). La información disponible hasta la fecha de cierre de este informe apunta a que en el tiempo transcurrido del cuarto trimestre se estaría manteniendo un ritmo de crecimiento similar. A futuro, las actuales proyecciones prevén que la presente fase expansiva se prolongue durante el próximo trienio. El crecimiento seguirá apoyándose en las mejoras registradas a lo largo de los últimos años en la situación patrimonial de hogares y empresas, que constituye un soporte clave para el dinamismo de la demanda interna, y en el tono acomodaticio de la política monetaria del BCE, reforzado tras las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno en septiembre, que a su vez favorecerá el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas. En cuanto a la demanda externa, los supuestos en los que se anclan las proyecciones presentadas en este informe consideran que, tras su debilitamiento reciente y en ausencia de nuevos desarrollos adversos, los mercados de exportación tenderán a recuperarse gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Como resultado de todo ello, se espera que en los próximos años el ritmo de avance de la economía española siga superando la tasa de crecimiento potencial, por lo que la brecha de producción positiva a la que está

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

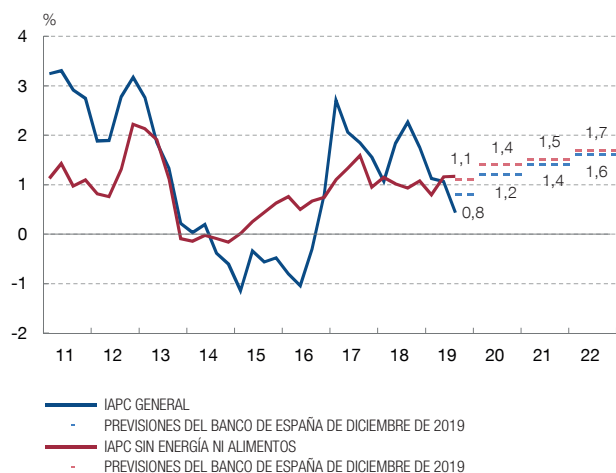
2 En concreto, en comparación con las "*Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2021)*", publicadas como recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española» en el *Boletín Económico*, 3/2019, las proyecciones actuales incluyen los cambios observados entre el 17 de septiembre y el 19 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 las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el tercer trimestre de 2019.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y DE INFLACIÓN PARA ESPAÑA

1 VARIACIÓN DEL PIB



2 INFLACIÓN



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

dando lugar la prolongación de la actual fase expansiva seguiría ampliándose. Esto permitirá seguir reabsorbiendo el todavía elevado volumen de desempleo.

En todo caso, se prevé que, a lo largo del horizonte de proyección, el crecimiento del PIB continúe mostrando, como viene ocurriendo desde mediados de 2017, una senda de desaceleración gradual. Así, en términos de las tasas medias anuales, se espera que el avance del PIB se sitúe en el 2% en 2019, por debajo del 2,4% registrado en 2018, y que se modere hasta el 1,7%, el 1,6% y el 1,5% en cada uno de los tres años siguientes (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Esta desaceleración, que sería coherente con una convergencia paulatina del ritmo de avance de la economía hacia su tasa de crecimiento potencial, se explicaría por una menor aportación al avance del producto tanto de la demanda externa como de la demanda interna. En cuanto a la demanda externa, su contribución al crecimiento del PIB, que habría sido ligeramente positiva en 2019, disminuiría como resultado de un avance proyectado de las importaciones más acusado que el de las exportaciones. A pesar de su fortaleza relativa, también se espera un menor vigor de la demanda interna en los próximos años. En este sentido, por lo que respecta al consumo privado, los datos más recientes de la Contabilidad Nacional, junto con un cierto debilitamiento de los flujos de nuevo crédito concedido a los hogares para financiar su gasto en bienes y servicios, parecen apuntar a la finalización del proceso de absorción de la demanda de bienes duraderos acumulada durante la crisis, lo que limitaría el dinamismo de este componente de la demanda también en un futuro. Además, el repunte de la tasa de ahorro de los hogares desde sus mínimos registrados a principios de 2018 parece estar reflejando una actitud más cautelosa de estos agentes en relación con sus decisiones de gasto. La moderación proyectada del

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

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

| | 2018 | Proyecciones de diciembre de 2019 | | | | Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en septiembre de 2019 | | |
|--|------|-----------------------------------|------|------|------|--|------|------|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 |
| PIB | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Consumo privado | 1,8 | 1,2 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 0,2 | 0,3 | 0,0 |
| Consumo público | 1,9 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | 5,3 | 2,7 | 3,3 | 2,5 | 1,9 | 0,5 | -0,1 | 0,0 |
| Inversión en equipo, intangibles y resto (b) | 4,1 | 4,1 | 4,9 | 2,3 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 0,0 |
| Inversión en construcción | 6,6 | 1,4 | 1,6 | 2,8 | 2,1 | -0,9 | -2,3 | -0,1 |
| Exportación de bienes y servicios | 2,2 | 1,8 | 2,3 | 2,9 | 2,9 | -0,4 | -0,6 | -0,4 |
| Importación de bienes y servicios | 3,3 | 1,0 | 3,3 | 3,2 | 3,0 | 0,5 | 0,1 | -0,3 |
| Demanda nacional (contribución al crecimiento) | 2,7 | 1,7 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 0,3 | 0,2 | 0,1 |
| Demanda exterior neta (contribución al crecimiento) | -0,3 | 0,3 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | -0,3 | -0,1 |
| Índice armonizado de precios de consumo (IAPC) | 1,7 | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 0,0 | 0,1 | -0,1 |
| Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 1,7 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| Empleo (puestos de trabajo equivalente) | 2,5 | 2,0 | 1,3 | 1,4 | 1,2 | 0,2 | 0,0 | -0,1 |
| Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período | 14,4 | 14,3 | 13,6 | 13,0 | 12,5 | 0,2 | 0,4 | 0,2 |
| Tasa de paro (% de la población activa). Media anual | 15,3 | 14,2 | 13,8 | 13,1 | 12,6 | 0,1 | 0,2 | 0,1 |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB) | -2,5 | -2,5 | -2,1 | -1,8 | -1,4 | -0,1 | -0,3 | -0,3 |

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2019.

a Fecha de cierre de las predicciones: 19 de noviembre de 2019.**b** Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

consumo se fundamenta asimismo en la desaceleración que ha presentado recientemente la creación de empleo. Por otro lado, el menor dinamismo de la demanda final sugiere que también la inversión empresarial mantendrá ritmos de expansión más moderados que los registrados en los últimos años.

Por lo que respecta a la inflación, se prevé que la tasa de variación media anual del IAPC presente un perfil creciente a lo largo del horizonte de proyección. Esta senda refleja el comportamiento esperado para el componente subyacente —esto es, el IAPC sin energía ni alimentos—, cuyo repunte gradual sería el resultado de la progresiva ampliación de la brecha de producción positiva a la que está dando lugar la prolongación de la fase expansiva, y de la caída paulatina que, en consecuencia, seguirá registrando la tasa de paro, lo que redundará en un cierto dinamismo de los costes laborales unitarios. La orientación expansiva de la política monetaria (y, en particular, las medidas adoptadas recientemente en este ámbito) también contribuirá

al perfil ascendente de la inflación subyacente, que, en términos del indicador general, se verá ligeramente reforzado por la senda esperada del precio del petróleo en los mercados de futuros, con disminuciones porcentuales cada vez menores a medida que avanza el horizonte de proyección. Como resultado de todos estos factores, el crecimiento del IAPC general, en términos de sus medias anuales, aumentará gradualmente desde el 0,8 % en 2019 hasta el 1,6 % en 2022, mientras que la inflación subyacente lo hará desde el 1,1 % hasta el 1,7 % en el mismo período.

En comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento del PIB se mantiene inalterado a lo largo del horizonte de previsión. Ello es el resultado de varios factores que, individualmente, tienen un impacto muy modesto sobre las proyecciones y cuyo efecto neto es aproximadamente nulo, pues se compensan entre sí. Por un lado, los supuestos sobre los que se elaboran las previsiones actuales, descritos en el recuadro 1, son, globalmente considerados, algo menos favorables para el dinamismo de la actividad que los de septiembre. En particular, a pesar de que se proyecta una recuperación gradual en los mercados de exportación, esta será menos vigorosa que la esperada hace tres meses. Este peor comportamiento relativo se vería compensado, en parte, por el efecto expansivo sobre la actividad resultante de los menores precios del petróleo. Por otro lado, los datos más recientes apuntan a una estabilización del perfil de crecimiento del PIB en la segunda mitad del año, frente al debilitamiento que esbozaba la información coyuntural disponible en el momento en que se elaboró el informe de proyecciones de septiembre. En todo caso, aunque como resultado de estos desarrollos contrapuestos la senda de crecimiento del PIB permanece inalterada en las nuevas proyecciones, su composición se revisa ligeramente, como consecuencia, sobre todo, de la incorporación de los datos de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre. En concreto, se proyecta ahora un aumento en la contribución de la demanda interna al avance del producto y una reducción de la misma magnitud en la correspondiente al componente exterior.

Las proyecciones relativas al IAPC apenas experimentan modificaciones con respecto a las publicadas hace tres meses, en lo que se refiere tanto al indicador general como al subyacente. La reducida magnitud de las revisiones es coherente con la ausencia de sorpresas de los últimos meses en esta variable y con los escasos cambios en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones y en las perspectivas sobre la evolución de la actividad y el mercado de trabajo.

Actividad y empleo

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, se prevé que el crecimiento del producto siga descansando, en gran medida, sobre el dinamismo del gasto doméstico privado, cuya contribución al avance del PIB será, en todo

caso, más reducida que en los últimos años. Por su parte, se espera que la contribución de la demanda exterior neta al avance del producto, positiva en 2019, pase a situarse en registros ligeramente negativos en 2020 y sea prácticamente nula en el bienio posterior³.

La trayectoria favorable de la demanda nacional privada continuará viéndose favorecida por la persistencia de condiciones financieras propicias y por las mejoras registradas durante la actual fase expansiva en la situación patrimonial de hogares y empresas. El gasto de las familias en consumo e inversión se verá alentado además por el comportamiento expansivo de sus rentas y, en particular, por la prolongación de la trayectoria positiva del empleo. El dinamismo del consumo privado será en el futuro, no obstante, algo menor que el observado en los últimos años como resultado de la confluencia de varios factores. En primer lugar, se espera que en los próximos años el incremento de los ingresos laborales de los hogares descansa progresivamente más en la recuperación de los salarios reales y menos en la generación neta de puestos de trabajo. Esta composición del crecimiento de las rentas sería menos propicia para el avance del consumo que la observada en años pasados, dado que la propensión marginal al gasto tiende a ser menor cuando el incremento de los ingresos procede de mayores salarios que cuando lo hace de un aumento de empleo⁴. En segundo lugar, la caída del gasto en bienes duraderos que, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, se observa desde mediados de 2018 parece sugerir que el proceso de absorción de la demanda embalsada de este tipo de bienes, que se acumuló durante la crisis y ha venido satisfaciéndose en los últimos años, estaría próximo a completarse⁵. En tercer lugar, en un entorno en el que persisten numerosas fuentes de incertidumbre, se contempla que la tasa de ahorro de los hogares aumente moderadamente a lo largo del horizonte de proyección, hasta situarse próxima a su promedio histórico. Esta dinámica sería coherente con el repunte que ya se ha observado en esta variable desde principios de 2018 y con el deterioro reciente que han evidenciado algunos indicadores del sentimiento de los consumidores. En comparación con las previsiones de septiembre, la senda proyectada de la evolución del gasto de los hogares en bienes y servicios se ha revisado al alza en el corto plazo, como consecuencia de la

3 La contribución negativa de la demanda exterior neta de 2020 sería el resultado del efecto arrastre asociado a su elevado valor negativo del tercer trimestre de 2019. Para un análisis del denominado «efecto arrastre» (y, en general, de la forma en la que la evolución media anual de una variable se explica por los desarrollos en los distintos trimestres del año precedente y el año corriente), véase J. González Mínguez y C. Martínez Carrascal (2019), «La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

4 Véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España.

5 Para un análisis de la evolución reciente del consumo por tipo de gasto (y en función de la evolución de la situación laboral de los miembros del hogar), véase el recuadro titulado «La relación entre el consumo y el empleo durante la recuperación» del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

incorporación de la información más reciente de la Contabilidad Nacional, con una sorpresa positiva que conlleva un efecto arrastre significativo⁶.

La inversión residencial ha experimentado una notable desaceleración a lo largo de 2019, tras crecer a ritmos muy elevados en los años iniciales de la recuperación, a partir del reducido nivel alcanzado a raíz de la crisis. En el período de proyección se espera que este agregado se expanda a ritmos similares a los observados recientemente. En comparación con las proyecciones de septiembre, los ritmos de avance previstos para este componente de la demanda son ahora más moderados, especialmente en el bienio 2019-2020, como consecuencia de la evolución de la variable de la Contabilidad Nacional en el tercer trimestre (más desfavorable de lo esperado) y del comportamiento menos expansivo en un futuro que anticipan los indicadores de alta frecuencia. En parte, esta evolución podría estar asociada a razones de naturaleza transitoria, si bien no puede descartarse la existencia de otros factores de naturaleza más persistente que podrían restar adicionalmente vigor a este componente de la demanda. La moderación del dinamismo de la inversión en vivienda, unida al repunte proyectado de la tasa de ahorro, conduciría a un modesto incremento de la capacidad de financiación de los hogares hasta valores algo por encima del 1 % del PIB.

Por su parte, las perspectivas de expansión de la actividad y los avances alcanzados en el saneamiento de la posición financiera de las sociedades seguirán favoreciendo el crecimiento de la inversión empresarial. En todo caso, en consonancia con el menor vigor proyectado de la demanda final, y en un contexto de incertidumbre, se espera que la inversión empresarial también avance a un menor ritmo que en los últimos años. De todas maneras, la elevada sorpresa al alza en el crecimiento de este agregado del tercer trimestre da lugar a un significativo efecto arrastre, que ha llevado a esperar ahora tasas de avance en el bienio 2019-2020 mayores que las proyectadas en septiembre, revisión que se ve contrarrestada, en parte, por los efectos de la actualización de los supuestos del ejercicio de proyección (y, en particular, por las perspectivas de menor dinamismo de los mercados de exportación).

En el plano exterior, el dinamismo de las ventas al resto del mundo aumentará gradualmente a lo largo del horizonte de previsión, en línea con la recuperación proyectada de los mercados de exportación. En cualquier caso, el crecimiento medio de las ventas al exterior se ha revisado a la baja en relación con las previsiones de hace tres meses. Por un lado, esta revisión se debe a la incorporación de los datos más recientes, que recogen una evolución menos favorable de este agregado en el tercer trimestre del año que la que se anticipaba hace tres meses (concentrada en las rúbricas de bienes de equipo e intermedios). Por otro lado, la

⁶ Véase J. González Mínguez y C. Martínez Carrascal (2019), *op. cit.*

menor fortaleza prevista de las exportaciones obedece también al comportamiento menos dinámico que se prevé para los mercados exteriores de nuestra economía.

Las proyecciones relativas a las importaciones implican que su elasticidad a la demanda final se aproximará de forma paulatina, pero parcial, a su promedio histórico, de forma que se mantendrá aún por debajo de este al final del horizonte de proyección. Esta evolución se explica, por un lado, por la constatación de que, a escala global, el aumento del comercio mundial por cada unidad de crecimiento del PIB es más reducido tras la crisis que en el período previo a esta y, por otro lado, por el supuesto de que el crecimiento inusualmente reducido de las importaciones españolas en el pasado reciente no puede explicarse en su totalidad por la composición de la demanda final o por un eventual proceso de sustitución de importaciones tras el ajuste competitivo de la economía, por lo que se estima que debe de contener además un componente transitorio. El avance previsto de las importaciones es ahora, en comparación con el esperado hace tres meses, algo mayor en 2019 y 2020, y algo inferior en 2021. Este patrón de revisiones de las compras al exterior refleja tanto el impacto de los datos más recientes de la Contabilidad Nacional para este agregado como las modificaciones en las sendas proyectadas para los distintos componentes de la demanda final (y, en particular, para la formación bruta de capital fijo y las exportaciones, que presentan un elevado contenido importador) a lo largo del horizonte de proyección.

En cuanto al empleo, 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 en comparación con el observado en los últimos años. Los indicadores más recientes del mercado laboral son coherentes con esta progresiva desaceleración. En todo caso, el aumento de la ocupación permitirá que la tasa de paro siga descendiendo, aunque a un ritmo menor que el observado en los años anteriores. Esta ralentización en la senda de descenso del desempleo reflejaría tanto el menor ritmo de creación de puestos de trabajo como un modesto repunte del ritmo de avance de la población activa. En comparación con las proyecciones de septiembre, la disminución esperada de la tasa de paro es ahora algo menos pronunciada, como consecuencia de que el comportamiento reciente de la población activa ha sido algo más dinámico que el proyectado entonces. En el promedio de 2022, la tasa de paro se situaría en el 12,6% de la población activa.

Por su parte, el déficit público se corregiría gradualmente a lo largo del horizonte de previsión, hasta situarse en el 1,4% del PIB en 2022. No obstante, esta mejoría descansaría exclusivamente sobre los efectos favorables del ciclo económico y sobre la continuación del proceso de reducción del coste medio de la deuda, como consecuencia del contexto actual de reducidos tipos de interés. Por el contrario, según los supuestos del ejercicio de proyecciones, no se esperan cambios significativos en el saldo estructural primario en el curso del horizonte de proyección. De este modo, el

tono de la política fiscal, que en 2019 ha sido claramente expansivo, pasaría a ser aproximadamente neutral en el período 2020-2022. En comparación con las proyecciones de hace tres meses, las previsiones actuales conllevan una revisión al alza del déficit público de 0,1 puntos porcentuales (pp) en 2019, como resultado de la incorporación de la información más reciente disponible⁷, y de 0,2 pp adicionales en 2020 y 2021, en gran medida debido a que los supuestos fiscales sobre los que descansan estas proyecciones incorporan una revisión de la asunción acerca de la revalorización de las pensiones⁸.

Precios y costes

El crecimiento esperado de la remuneración por asalariado en cada uno de los años del horizonte de proyección oscila en torno al 2 %, tasa de avance más elevada que la observada desde el inicio de la recuperación hasta 2018. Los factores que explican este comportamiento más dinámico de los salarios incluyen la reducción de la tasa de paro y, en 2019 y 2020, la aplicación de las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva⁹. En 2019, además, el aumento de los costes laborales refleja también la subida del salario mínimo interprofesional y de las bases máximas de cotización. En un contexto en el que los crecimientos de la productividad seguirán siendo reducidos, el mayor avance de la remuneración por asalariado se traducirá en incrementos de los costes laborales unitarios más acusados que los de los últimos años. Por su parte, el componente externo de la formación de precios, medido por el deflactor de las importaciones, mantendría tasas de avance algo más reducidas que en los últimos años, como consecuencia de la proyectada disminución de los precios del petróleo, según los supuestos empleados en el ejercicio, frente al aumento observado en el bienio 2017-2018.

Tras moderarse significativamente en 2019, dominado por el comportamiento del componente energético, el avance del IAPC se elevaría progresivamente, al pasar del 0,8 % en 2019 al 1,6 % en 2022. Asimismo, la inflación subyacente —medida por

7 En concreto, para el año 2019 los datos de ejecución presupuestaria hasta septiembre del conjunto de las Administraciones Públicas, excluidas las Corporaciones Locales, muestran un avance más dinámico de lo esperado de la remuneración de asalariados y de las prestaciones sociales. En este mismo sentido, los datos de octubre de ingresos impositivos señalan una desaceleración significativa de la recaudación del impuesto de sociedades, al no repetirse este año el elevado pago fraccionado observado en 2018.

8 En particular, en las actuales previsiones se asume un incremento de las pensiones en línea con el IPC para el período 2020-2022, frente a la revalorización del 0,25 % —resultado de la aplicación de la fórmula establecida en la ley de 2013— que se asumía en el ejercicio de proyecciones de septiembre.

9 El acuerdo establece, como referencia, incrementos salariales anuales comprendidos entre el 2 % y el 3 % durante sus tres años de vigencia. Ese aumento se desglosa en un 2 % de carácter fijo más un 1 % adicional de carácter variable, que estaría condicionado por la evolución de variables como la productividad, los resultados empresariales o el absentismo laboral.

la tasa de variación del indicador cuya cesta excluye los bienes energéticos y los alimentos— repuntaría gradualmente (desde el 1,1 % en 2018 hasta el 1,7 % en 2022), como reflejo de la evolución de los costes laborales unitarios y la ampliación de la brecha de producción.

Riesgos

Los riesgos al escenario central de crecimiento del PIB se encuentran orientados, de manera predominante, a la baja. Estos riesgos proceden fundamentalmente del contexto exterior de la economía española, cuya evolución desde comienzos de 2018 se ha caracterizado por las sorpresas persistentemente negativas en el ritmo de avance de la actividad global y, sobre todo, por que las tasas de expansión del comercio mundial han sido, dado el crecimiento del producto, muy reducidas. En el actual ejercicio de proyección, esta evolución ha conducido, como en los ejercicios precedentes, a una revisión a la baja del ritmo de crecimiento de los mercados de exportación de España. Sin embargo, no se puede descartar, a pesar de los recientes indicios de estabilización de la actividad y el comercio mundiales, que se produzcan nuevas sorpresas a la baja que amenacen la recuperación de los mercados exteriores proyectada en el escenario central. En particular, este escenario descansa sobre los supuestos de que las tensiones comerciales globales tenderán a disiparse en los próximos trimestres y de que el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea tendrá lugar de una forma ordenada. La ausencia de materialización de estos supuestos o un hipotético resurgimiento de las tensiones geopolíticas en algunas regiones (como el Medio Oriente y América Latina) podrían acabar incidiendo negativamente sobre la actividad exportadora y la inversión empresarial en España.

En el plano nacional, persiste la incertidumbre acerca del diseño futuro de las políticas económicas y, en particular, de los elementos necesarios para retomar el proceso de consolidación fiscal, en la medida en que no se ha constituido todavía un nuevo Gobierno tras las pasadas elecciones generales. De modo análogo, la capacidad de resistencia frente a hipotéticos desarrollos desfavorables se vería fortalecida con la adopción de un programa de reformas estructurales orientadas a impulsar el potencial de crecimiento de la economía.

En el ámbito de la inflación, los riesgos de desviación con respecto al escenario central se sitúan también a la baja y proceden, sobre todo, de una hipotética materialización de los riesgos sobre la actividad que se han descrito. Además, las perspectivas de que la inflación subyacente repunte durante el horizonte de proyección se encuentran condicionadas por el grado de sensibilidad de los precios a la mejora cíclica de la actividad, aspecto sometido a una considerable incertidumbre.

16.12.2019.

SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y 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 de la recogida de información para su cálculo, el 19 de noviembre. En particular, el precio del petróleo, de acuerdo con esta metodología, se situaría en 63,8 dólares por barril en el promedio de 2019 y acumularía una caída próxima al 11 % en el trienio posterior, hasta situarse en 56,8 dólares por barril en 2022. En comparación con las previsiones anteriores, esta senda supone una ligera revisión a la baja (de un 0,2 % en 2019 y de un 0,4 % en cada uno de los dos años siguientes).

Por lo que respecta a los tipos de interés, en promedio, el euríbor a tres meses se situaría en el trienio 2019-2021 en torno al -0,4 % y se elevaría ligeramente en 2022, hasta el -0,3 %. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se reduciría en 2020 hasta el 0,5 %, siete décimas menos que en el promedio de 2019, y aumentaría en 0,2 puntos porcentuales (pp) en cada uno

de los dos años siguientes, hasta alcanzar un 0,9 % en 2022. Ello supone que los niveles esperados para ambas referencias se han revisado ligeramente al alza para el bienio 2020-2021 (0,1 pp en cada año). En línea con esta evolución, el coste de la financiación crediticia de familias y empresas se ha revisado también modestamente en la misma dirección en dicho bienio (entre 0,1 y 0,2 pp).

Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se encuentra más depreciado en 2019 y 2020 que en el anterior ejercicio de previsión, y no presentaría variaciones significativas en 2021. Los supuestos relativos al tipo de cambio del euro frente al dólar no muestran variaciones con respecto a hace tres meses.

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 septiembre, especialmente en 2020. Esto conduce a una revisión a la baja del avance previsto para los mercados de exportación de España. Estos crecerían un 1,8 % en 2019, ritmo que se elevaría progresivamente hasta alcanzar el 2,7 % en 2022.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

| | Proyecciones de diciembre de 2019 | | | | | Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en septiembre de 2019 (b) | | |
|---|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|--|------|------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Entorno internacional | | | | | | | | |
| Producto mundial | 3,6 | 2,7 | 2,9 | 3,1 | 3,1 | -0,1 | -0,3 | -0,1 |
| Mercados de exportación de España | 3,2 | 1,8 | 1,9 | 2,5 | 2,7 | -0,1 | -0,6 | -0,4 |
| Precio del petróleo en dólares/barril (nivel) | 71,1 | 63,8 | 59,6 | 57,4 | 56,8 | -0,2 | -0,4 | -0,4 |
| Condiciones monetarias y financieras | | | | | | | | |
| Tipo de cambio dólar/euro (nivel) | 1,18 | 1,12 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales) | 121,5 | 116,4 | 114,8 | 114,8 | 114,8 | 0,0 | -0,3 | -0,3 |
| Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d) | -0,3 | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d) | 1,4 | 0,7 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 19 de noviembre 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.

SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES (cont.)

Los supuestos relativos a la política fiscal incorporan, como en el ejercicio de previsión de septiembre, la prórroga para 2019 de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (PGE) de 2018, las medidas aprobadas por el Congreso antes de las elecciones generales de abril, los presupuestos de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales aprobados para este año, y la información más reciente disponible sobre ejecución presupuestaria. Los supuestos para el resto del horizonte temporal considerado contemplan que el 31 de diciembre de este año se produzca una nueva prórroga, para el ejercicio 2020, por segundo año consecutivo, de los presupuestos de 2018, dadas las dificultades que los plazos legales para la formación de Gobierno tras las elecciones generales de noviembre imponen para la presentación antes de fin de año del proyecto de PGE. Por otra parte, a diferencia de lo asumido en los ejercicios de previsión anteriores, en estas proyecciones se supone que las pensiones se indicarán al crecimiento del IPC en el período 2020-2022, dada la aparente coincidencia de criterio entre las distintas fuerzas políticas en torno a esta cuestión¹. En cuanto al resto de los supuestos, se proyecta, en primer lugar, que las partidas sujetas a una

mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública— evolucionen en línea con el crecimiento potencial de la economía. En segundo lugar, se considera que la trayectoria del resto de las rúbricas que componen las cuentas de las Administraciones Públicas 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 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, y teniendo en cuenta la brecha de producción estimada en este ejercicio de proyecciones, el tono de la política fiscal en España sería expansivo en 2019, para pasar a ser neutral en los tres años siguientes².

1 El pasado 15 de octubre, siguiendo el calendario del Semestre Europeo, el Gobierno remitió a la Comisión Europea el Plan Presupuestario para 2020, realizado bajo el supuesto de ausencia de nuevas medidas, con dos excepciones: se mantiene el aumento de los salarios públicos acordado con los sindicatos en 2018 para 2020 y se introduce la iniciación de las pensiones al IPC.

2 La medición de los saldos estructurales en el período reciente se ve dificultada por el efecto de algunas medidas de carácter transitorio que afectan a 2018 y 2019. Estas incluyen, en particular, aquellas vinculadas al coste de las autopistas en quiebra, a los esquemas de protección de activos y a los activos fiscales diferidos de la banca, y a la sentencia sobre la exención en el IRPF de la prestación de maternidad y paternidad. El importe de estas medidas equivaldría a un 0,4 % del PIB en 2018 y a un 0,3 % en 2019.