

Este recuadro contiene la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española publicadas el pasado 15 de junio¹, incluyendo la información conocida desde entonces. En concreto, el ejercicio de proyecciones que se presenta aquí incorpora los resultados preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del segundo trimestre de 2017, así como las novedades observadas en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones (véase cuadro 1)².

¹ Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018.

² La publicación de junio descansaba sobre la información disponible a fecha 22 de mayo relativa a las variables sobre las que se condiciona la previsión. En el caso de las proyecciones actuales, la información referida a la evolución de los mercados de exportación de España es la elaborada por el personal del BCE para la publicación de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018*, cuya fecha de cierre fue el 21 de agosto. Por su parte, los datos relativos al resto de los supuestos utilizados en la elaboración de las proyecciones han sido actualizados con fecha 14 de septiembre. Finalmente, en la preparación de las proyecciones se ha empleado la información disponible hasta el 21 de septiembre. No obstante, no se ha hecho un uso explícito de la información de las series revisadas de la Contabilidad Nacional Anual que el INE publicó el pasado 6 de septiembre. La razón es que los modelos utilizados para la realización de las proyecciones necesitan hacer uso de series trimestrales, en tanto que, a fecha de cierre de estas proyecciones, no se dispone aún de las series con esa frecuencia coherentes con la información anual más reciente.

Las actuales proyecciones contemplan una prolongación a lo largo del período 2018-2020 de la fase de crecimiento iniciada a finales de 2013. Estas perspectivas de continuación de la actual expansión económica se apoyan en los avances en la corrección de los desequilibrios macrofinancieros. En particular, la mejora de la competitividad de la economía ha permitido que la composición del PIB desde la perspectiva de la demanda se haya reorientado hacia las exportaciones, posibilitando que la expansión de la actividad y la reabsorción del elevado desempleo existente estén siendo compatibles con el mantenimiento de un superávit exterior. En paralelo, los agentes privados están pudiendo compaginar el desarrollo de sus planes de gasto con una disminución de su endeudamiento.

Con este trasfondo favorable, se espera que, alentada por la orientación expansiva de las políticas de demanda, la economía continúe registrando crecimientos por encima de su tasa potencial, como manifiestan la persistencia del tono acomodaticio de la política monetaria y, en el corto plazo, las medidas de política presupuestaria recogidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2018.

No obstante, se espera que el crecimiento del producto tienda a moderarse a lo largo del horizonte de proyección. Desde la perspectiva de las políticas de demanda, el proyectado repunte de la inflación en el área del euro, como consecuencia del aumento gradual de la brecha de producción, reduce la posibilidad de obser-

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de septiembre de 2018				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2018 (b)		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Entorno internacional							
Producto mundial	3,6	3,7	3,5	3,4	-0,1	-0,2	0,0
Mercados de exportación de España	4,9	3,5	3,8	3,7	-0,9	-0,5	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	54,4	73,4	75,5	71,9	-1,1	2,0	3,2
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,19	1,16	1,16	-0,01	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal de España frente al mundo incluida el área del euro (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales) (c)	114,6	117,9	118,6	118,6	0,5	1,1	1,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,6	1,4	1,7	2,0	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 14 de septiembre 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; 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 ellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

var estímulos monetarios adicionales, aunque seguirán operando los efectos de las medidas de política monetaria puestas en marcha durante los últimos años. Además, bajo los supuestos del ejercicio, las medidas expansivas de política fiscal aprobadas en el primer semestre del año apoyarán el crecimiento en el bienio 2018-2019, mientras que en el último año del horizonte de proyección se asume un tono neutral de dicha política, dada la ausencia de planes presupuestarios de medio plazo. Por último, se espera que los hogares tiendan a recomponer su tasa de ahorro desde sus reducidos niveles actuales, en el entorno de su mínimo histórico, lo cual dará lugar a una moderación de su gasto en consumo adicional a la que viene observándose ya desde 2017. La información de corto plazo disponible sugiere que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año podría haber sido, como en el segun-

do, del 0,6 %. La ligera moderación del crecimiento proyectada en los siguientes trimestres llevaría a que la tasa de expansión del producto pasara del 2,6 % en 2018 al 2,2 % y el 2 % en cada uno de los dos ejercicios siguientes.

La inflación presentará un perfil decreciente en términos de las medias anuales de crecimiento del IAPC a lo largo del período de proyección, con tasas del 1,8 %, 1,7 % y 1,5 % en cada uno de los tres años considerados³. Esta senda decreciente en términos

³ Hasta fechas recientes, las variables de referencia utilizadas por la Dirección General de Economía y Estadística (DGEE) del Banco de España para el análisis y la previsión del comportamiento de los precios de consumo en nuestro país eran el índice de precios de consumo en su definición

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	Proyecciones de septiembre de 2018					Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2018		
	2017 (b)	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
PIB	3,0	3,1	2,6	2,2	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
Consumo privado	2,5	2,4	2,2	1,6	1,5	-0,2	-0,2	-0,2
Consumo público	1,9	1,6	1,9	1,5	1,2	0,4	0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	4,8	5,0	5,1	4,1	3,9	0,8	-0,2	-0,1
Inversión en bienes de equipo	5,7	6,1	5,1	3,8	3,7	2,6	-0,4	-0,3
Inversión en construcción	4,6	4,6	5,5	4,4	4,3	-0,1	0,0	0,0
Exportación de bienes y servicios	5,2	5,0	2,6	3,9	4,1	-2,0	-0,9	-0,4
Importación de bienes y servicios	5,6	4,7	3,1	4,0	4,0	-1,4	-0,6	-0,5
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	2,8	2,7	2,1	1,9	0,2	-0,1	-0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,1	0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,0
PIB nominal	4,3	4,0	3,7	3,9	3,8	-0,5	-0,2	-0,2
Deflactor del PIB	1,2	1,0	1,0	1,7	1,8	-0,4	0,0	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	-0,2	0,0	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,2	1,2	1,0	1,4	1,8	-0,4	-0,3	-0,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,9	2,8	2,4	1,9	1,7	0,0	-0,2	-0,2
Tasa de paro (porcentaje de la población activa).								
Datos fin de período	16,5	16,5	14,6	13,2	11,9	0,0	0,2	0,5
Tasa de paro (% de la población activa).								
Datos medios	17,2	17,2	15,3	13,8	12,4	0,1	0,4	0,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	—	2,0	1,3	1,1	1,1	-0,3	-0,5	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas (AAPP) (% del PIB)	—	-3,1	-2,8	-2,5	-2,2	-0,1	-0,2	-0,2

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 21 de septiembre de 2018.

b Las tasas de variación en 2017 que hacen referencia a las series de la Contabilidad Nacional se han actualizado para recoger la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de los años 2015-2017 publicada por el INE el pasado 6 de septiembre. Las nuevas cifras de capacidad / necesidad de financiación de la nación y de las AAPP se harán públicas el próximo día 28 de septiembre.

del indicador general viene dominada por la desaceleración del componente energético, explicada principalmente por el perfil decreciente de los futuros del petróleo. Por el contrario, se prevé un repunte del componente subyacente de la inflación a medida que la prolongación del período de expansión del producto por encima de su tasa tendencial conduzca a un grado cada vez más elevado de utilización de los factores productivos. En concreto, el IAPC excluidos los alimentos y los bienes energéticos crecería un 1 % este año, antes de acelerarse hasta el 1,4 % y el 1,8 % en los dos años siguientes.

En su conjunto, los cambios en los supuestos sobre los que se condiciona la previsión comportan, en comparación con las proyecciones de junio, un impacto negativo sobre la actividad y aproximadamente neutral sobre los precios. La novedad más relevante en los supuestos es el comportamiento notablemente menos dinámico de los mercados de exportación, para los que se espera un crecimiento inferior en 1,5 puntos porcentuales (pp) en términos acumulados para el período 2018-2020 al proyectado hace tres meses. Este empeoramiento de las perspectivas de la actividad y el comercio mundiales es más pronunciado en el caso de las economías emergentes más vulnerables, que han comenzado a acusar los efectos de la incertidumbre creada por los sucesivos anuncios de introducción de medidas proteccionistas y, también, del tensionamiento de las condiciones financieras de esas economías inducido por el giro de la política monetaria en Estados Unidos hacia un tono menos expansivo⁴. Además, el nivel del precio del petróleo, medido en euros, es ahora más elevado para 2019 y 2020, lo que contribuye también a explicar en parte la moderación del dinamismo de la economía española frente al anticipado en las proyecciones de junio. En sentido contrario, la revisión a la baja de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, de acuerdo con las expectativas implícitas en las curvas de rendimientos, conduce, según las ecuaciones que vinculan los tipos del crédito bancario con esos tipos de mercado, a un modesto abaratamiento del crédito otorgado a los hogares.

Las modificaciones de los supuestos relativos a la política presupuestaria en el horizonte de proyección con respecto al ejercicio anterior son reducidas. Para 2018, las previsiones sobre la política fiscal se basan en las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas AAPP para este año⁵, así como en la ejecución observada de estos últimos. Con respecto a los supuestos para el resto

nacional (IPC) y el índice construido a partir del anterior en el que se excluyen los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, como medida asociada de inflación subyacente (IPSEBENE). La nota “Variables de referencia para el análisis de la inflación en España” presenta las razones por las que la DGEE ha optado por sustituir las medidas anteriores por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), como medida general de la evolución de los precios de consumo, y el indicador construido a partir de él que excluye los precios de los bienes energéticos y del conjunto de los alimentos, como medida de los desarrollos en la inflación subyacente.

⁴ Véase el recuadro 2 (“Las recientes turbulencias en los mercados emergentes”) de este mismo «Informe trimestral de la economía española».

⁵ Para una descripción detallada, véase el recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española» de junio de 2018.

del horizonte temporal considerado, en la fecha de cierre de la recogida de información para la realización de estas proyecciones no se ha presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el ejercicio 2019. En este contexto, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las variables fiscales en el bienio 2019-2020. En primer lugar, se incorpora el impacto de aquellas medidas aprobadas en 2018, pero con efectos sobre los años siguientes, como la revalorización de las pensiones para 2019 aprobada en los PGE de 2018, del 1,6 %, el acuerdo en materia salarial y de empleo público entre el Gobierno y los principales sindicatos del sector para el período 2018-2020, y los efectos diferidos de los cambios normativos en el IRPF. En segundo lugar, se asume que aquellas partidas del presupuesto sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública— evolucionarán de acuerdo con el crecimiento potencial nominal de la economía española⁶. Finalmente, se supone que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales⁷.

De acuerdo con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal, y 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, tras la orientación aproximadamente neutral de 2017.

Las proyecciones actuales de crecimiento del PIB comportan revisiones a la baja con respecto a la previsión anterior de una, dos y una décima en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. La magnitud de la revisión es similar a aquella que se desprendería, de acuerdo con la evidencia histórica, del impacto de los cambios en los distintos supuestos sobre los que se condiciona la proyección⁸. Ello es consecuencia, principalmente, del empeoramiento de las perspectivas acerca de la evolución de los mercados de exportación de España y, en menor medida, del encarecimiento del petróleo.

⁶ En este mismo sentido, se incluye en la previsión de inversión de las AAPP para 2019 la estimación que hace el Programa de Estabilidad 2018-2021 sobre unos ingresos de mil millones de euros por la reclamación de las autopistas de peaje, cuya gestión asumió el Gobierno tras la resolución del concurso de acreedores este año.

⁷ En concreto, se asume que los ingresos públicos crecen 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 esencialmente por el envejecimiento de la población y, en 2020, por la fórmula de revalorización establecida en la legislación vigente (índice de revalorización de las pensiones)—, 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—.

⁸ Además, los datos preliminares de la CNTR del segundo trimestre de 2018 estiman que el crecimiento del producto de la economía española en ese período fue del 0,6 %, en términos intertrimestrales, tasa que es inferior en una décima a la que se esperaba en las proyecciones de junio, lo que repercute asimismo negativamente sobre la tasa de crecimiento media del PIB en el conjunto del año.

Por el contrario, la rebaja adicional en el coste de financiación de los agentes privados ejerce un ligero efecto expansivo.

Como en el caso del PIB, el signo de la revisión de los principales componentes de demanda es asimismo negativo en términos acumulados a lo largo del conjunto del horizonte de proyección⁹. En primer lugar, el peor comportamiento esperado de los mercados de exportación se traduce en un menor dinamismo de las ventas al exterior. Además, la menor demanda exterior y los efectos adversos del aumento de la incertidumbre procedente del entorno internacional sobre las decisiones de gasto de los agentes privados conducen a una cierta revisión a la baja de los principales componentes de la demanda interna. A su vez, el menor dinamismo de la demanda final lleva aparejado una disminución de la pujanza de las importaciones.

Por lo que respecta a la inflación, las proyecciones actuales de crecimiento del IAPC suponen una revisión a la baja de dos décimas en 2018 y de una en 2020, mientras que la media anual proyectada para 2019 no experimenta modificaciones. En estas revisiones de magnitud relativamente modesta influyen diversos factores, que operan en direcciones opuestas. En concreto, el componente energético se revisa al alza en el conjunto del horizonte de proyección. En el corto plazo, ello se debe a que la evolución de los precios energéticos en meses recientes ha sido más dinámica de lo que se preveía en el ejercicio de proyecciones anterior. Por el contrario, en el resto del horizonte de proyección, la mayor inflación esperada de los bienes energéticos obedece a que los niveles esperados del precio del crudo son más altos, de acuerdo con los mercados de futuros. Por su parte, las proyecciones del componente subyacente del IAPC (que excluye los precios de los alimentos y los bienes energéticos) se revisan a la baja como consecuencia del tono más débil de la demanda y de los errores recientes en la previsión de este componente, particularmente por lo que respecta a los servicios, que sugieren que la respuesta de la inflación a la ampliación de la brecha de producción podría ser más suave de lo recogido hasta ahora en las proyecciones.

Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, el gasto en bienes y servicios de consumo continuará sustentándose en la evolución favorable del mercado de trabajo, en la mejora gradual de la situación patrimonial de los hogares (favorecida por el progresivo proceso de desendeudamiento) y en la persistencia de condiciones financieras favorables, en términos tanto de su disponibilidad como de su coste, que se ha manifestado en la financiación de una proporción creciente de su gasto en consumo con cargo al crédito¹⁰. Además, especialmente en el corto plazo, el gasto corriente de los hogares se verá favorecido por el impacto

positivo que sobre las rentas de estos agentes ejercerá la entrada en vigor de algunas medidas presupuestarias incluidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2018, tales como la subida salarial de los empleados públicos, el comportamiento más dinámico del empleo en las AAPP o las decisiones adoptadas en materia de revalorización de las pensiones.

A lo largo del período de proyección se prevé, no obstante, una desaceleración del consumo privado como consecuencia de la confluencia de un conjunto de factores de distinta naturaleza. En primer lugar, la proyectada ralentización del producto llevará aparentemente, de forma natural, una disminución del ritmo de generación de empleo. En segundo lugar, aunque la prevista aceleración de los salarios reales tenderá a compensar el menor dinamismo esperado del empleo a efectos del aumento de las rentas laborales, la composición resultante del crecimiento de estas últimas a lo largo del período de proyección tenderá a ser menos favorable para el gasto de los hogares de lo que lo ha sido en el pasado, en la medida en que, de acuerdo con la evidencia disponible, el consumo tiende a reaccionar con menor intensidad a aumentos de las rentas laborales debidos a incrementos de los salarios reales en comparación con los asociados al empleo. Finalmente, la reversión de algunos de los factores que han motivado una reducción de la tasa de ahorro en los años recientes conducirá también a una moderación de los ritmos de avance del consumo privado¹¹.

La inversión residencial continuará registrando ritmos de crecimiento elevados, en un contexto de mantenimiento de condiciones muy favorables para la contratación de hipotecas. Sin embargo, se espera una cierta desaceleración de este componente de demanda a lo largo del horizonte de proyección, dado que su intenso ritmo de avance en la etapa reciente, junto con la disminución de la tasa de ahorro, ha conducido a la aparición de una necesidad de financiación de los hogares (aunque de un tamaño reducido). En el período de proyección, el repunte del ahorro y el menor dinamismo de la inversión en vivienda permitirán que la necesidad de financiación de los hogares se estabilice en torno a sus niveles actuales. La inversión empresarial se verá favorecida por la abundante generación de recursos internos y por la disponibilidad de financiación a bajo coste. No obstante, este componente experimentará también una cierta ralentización, en consonancia con el menor vigor de la demanda final. Además, el repunte de la incertidumbre acerca de la evolución de la economía global tenderá, asimismo, a ralentizar algunas decisiones de inversión de las sociedades no financieras.

Las ventas al resto del mundo de bienes y servicios no turísticos experimentarán ritmos de aumento relativamente modestos a lo largo del horizonte de proyección, en consonancia con el empeoramiento de las perspectivas de evolución de los mercados exteriores. No obstante, las tasas de avance de las exportaciones de estos productos continuarán superando —ligeramente— el crecimiento de los mercados a los que van dirigidas, lo cual estaría justificado

⁹ No obstante, en el caso de algunos componentes de demanda (entre los que destaca la inversión en equipo), la estimación preliminar de la CNTR del segundo trimestre comportó una sorpresa positiva, con un efecto mecánico del mismo signo sobre las tasas de crecimiento medio anual en 2018, lo que tiende a contrarrestar el impacto adverso de los nuevos supuestos para este año.

¹⁰ Véase el recuadro 7 (“Evolución reciente del mercado de crédito al consumo en España”), en este mismo «Informe trimestral de la economía española».

¹¹ Véase el recuadro 5 (“Evolución y perspectivas de la tasa de ahorro de los hogares en España”), en este mismo «Informe trimestral de la economía española».

por el aumento del número de empresas que, una vez que han iniciado la actividad exportadora a un determinado mercado, son capaces de seguir ejerciéndola años después y de aumentar de forma sustancial los volúmenes vendidos. En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, se espera que, tras su ralentización reciente, asociada a la recuperación de algunos destinos alternativos y, en menor medida, a los indicios de saturación en algunas áreas de nuestro país, estabilicen sus ritmos de avance a lo largo del horizonte de proyección¹². Finalmente, por lo que respecta a las importaciones, se mantiene el supuesto de que su ritmo de avance será algo inferior al que indicaría su relación histórica con la demanda final.

El empleo seguirá mostrando el patrón de tasas de crecimiento elevadas que es habitual en las fases expansivas de la economía española, lo que permitirá que la tasa de paro se sitúe algo por debajo del 12 % al final del horizonte de proyección.

La capacidad de financiación de la economía, que en 2017 alcanzó el 2 % del PIB, se vería reducida este año hasta el entorno del 1,3 %, manteniéndose en niveles próximos a este último durante el resto del horizonte de proyección. Esta moderación del saldo exterior, concentrada en la balanza de bienes y servicios, se debería tanto al empeoramiento observado este año en los flujos en términos reales como al deterioro de la relación real de intercambio, en un contexto de alza del precio del petróleo. En relación con el déficit público, se estima que este año podría situarse en el 2,8 % del PIB, una décima más que en las proyecciones de junio, dado que se espera que la desaceleración de la actividad en el tramo final del año tenga un cierto impacto sobre el grado de fortaleza de las bases impositivas y, por tanto, sobre la recaudación tributaria. En años posteriores, el déficit público experimentaría, bajo los supuestos del ejercicio descritos anteriormente y las condiciones cíclicas favorables, una cierta disminución adicional.

Las proyecciones actuales referidas a los precios de consumo recogen un aumento gradual de la inflación subyacente, medida por la tasa de variación anual del IAPC excluidos alimentos y bienes energéticos, desde el 1 % en 2018 hasta el 1,8 % en 2020. Este repunte está en consonancia con la proyectada ampliación de la brecha de producción positiva, dado que se espera que el PIB crezca por encima de su tasa potencial a lo largo de todo el período de proyección. Desde la perspectiva de los costes, el crecimiento de los salarios tendería a acelerarse en consonancia con la disminución de la holgura en el mercado laboral y en línea con las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva para el período 2018-2020 que los agentes sociales suscribieron el pasado mes de junio. Este crecimiento gradualmente mayor de los salarios se trasladaría a la evolución de los costes laborales unitarios, dado que no se espera —a lo largo del período de proyección— un aumento de la productividad que diverja significativamente de sus reducidas tasas actuales. Además, la proyección incorpora una estabilización de los márgenes empre-

sariales (medidos como la diferencia entre las tasas de crecimiento del deflactor del PIB y los costes laborales unitarios). Por su parte, las presiones inflacionistas externas, que están siendo elevadas en 2018 como consecuencia del encarecimiento del petróleo, tenderían a moderarse de forma significativa en los próximos trimestres, en línea con la trayectoria del precio de esta materia prima en los mercados de futuros, efecto que dominará en ese período la trayectoria esperada de los precios de consumo. Con todo ello, se espera que el IAPC aumente este año un 1,8 % —con un pico en el tercer trimestre—, antes de empezar a desacelerarse hasta el 1,7 % y el 1,5 % en 2019 y 2020, respectivamente.

Los riesgos para el escenario central de crecimiento de la actividad se encuentran orientados a la baja. En el ámbito externo, el comienzo de la materialización de dos de los riesgos identificados en anteriores ejercicios de proyecciones —las repercusiones adversas de la combinación de políticas económicas en Estados Unidos para las condiciones financieras globales y la aplicación de medidas de proteccionismo comercial— ha tenido ya un impacto sobre el escenario central bajo la forma de una revisión a la baja tanto de las proyecciones de crecimiento del PIB a nivel global y del área del euro elaboradas por el personal del BCE como de las relativas a nuestra economía preparadas por el Banco de España. Sin embargo, no ha desaparecido la posibilidad de que esos dos elementos ejerzan una influencia más negativa en el futuro. Otros factores de riesgo para la economía española procedentes del exterior son una hipotética falta de acuerdo en las negociaciones actualmente en curso entre el Reino Unido y la Unión Europea para pactar tanto su futuro marco de relaciones como la transición a él, y la posibilidad de que resurjan las preocupaciones acerca de la senda futura de la política presupuestaria en Italia.

En el plano interno, persiste un elevado grado de indefinición acerca de la orientación futura de las políticas económicas en el contexto actual de fragmentación parlamentaria. Por otro lado, un hipotético repunte de la incertidumbre asociada a la situación de tensión política en Cataluña representa un riesgo adicional para el crecimiento económico, particularmente en esa comunidad autónoma.

Los limitados avances registrados hasta el momento en el necesario proceso de corrección del elevado endeudamiento público continúan representando un elemento relevante de vulnerabilidad. En el actual marco de incertidumbre acerca de la política fiscal es importante destacar que las decisiones acerca de los instrumentos de gastos e ingresos públicos deben ser compatibles con la necesidad de reducir el endeudamiento público y de generar un cierto margen de maniobra para la aplicación de medidas de política fiscal estabilizadoras ante una eventual situación macroeconómica desfavorable. Asimismo, la composición de los instrumentos sobre los que pivote el necesario proceso de consolidación fiscal debe minimizar, en la medida de lo posible, sus posibles efectos adversos sobre el crecimiento económico.

Por otro lado, es necesario retomar una agenda de reformas estructurales dirigida a favorecer un mayor grado de eficiencia en el funcionamiento de los principales mercados de factores y productos.

¹² Véase el recuadro 6 (“La desaceleración del turismo no residente en el período transcurrido de 2018”), en este mismo «Informe trimestral de la economía española».

Dicha agenda debe priorizar, por un lado, la corrección de aquellos aspectos del marco jurídico e institucional cuyo funcionamiento merma el potencial de crecimiento de la economía española y, por otro lado, la preservación de aquellos elementos regulatorios introducidos a raíz de la crisis que han favorecido la intensidad de la recuperación y han permitido, por la vía de las ganancias de competitividad, que esta sea compatible con un superávit exterior y una fuerte creación de empleo.

Los riesgos para la evolución de la inflación en el escenario central se encuentran ligeramente orientados a la baja, como consecuencia de una hipotética materialización de los riesgos del mismo signo que pesan sobre la actividad. En sentido contrario, la agudización de algunos de los conflictos geopolíticos latentes en estos momentos podría dar lugar a un aumento de los precios de los bienes importados —y, en particular, de los insumos energéticos—, con el consiguiente impacto positivo sobre los precios de consumo.