

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2016-2018): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2016

Introducción

Desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM), los expertos de los bancos centrales nacionales de los países del área del euro y del Banco Central Europeo (BCE) han venido elaborando, con frecuencia semestral, proyecciones macroeconómicas para su presentación al Consejo de Gobierno del BCE al comienzo de los meses de junio y diciembre de cada año. En estos ejercicios, las proyecciones del área son el resultado de la agregación de las de cada país. La metodología relativa a los supuestos técnicos empleados (que afectan a variables tales como los tipos de interés, el precio del petróleo y otras materias primas, el tipo de cambio y los mercados bursátiles) y a los supuestos fiscales, así como las proyecciones acerca del contexto exterior del área del euro, son comunes a todos los países del Eurosistema.

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido recientemente modificar la política de comunicación del Eurosistema en relación con estas proyecciones macroeconómicas, de manera que, además de publicar el detalle del conjunto del área del euro, como viene haciendo hasta ahora, el Eurosistema va a comenzar a publicar también las cifras de las principales variables desagregadas por países. En este contexto, en los meses de junio y diciembre el Banco de España dará a conocer, a través de su sitio web, las proyecciones para la economía española que constituyen su contribución a cada uno de los ejercicios conjuntos del Eurosistema. La publicación tendrá lugar una vez que las proyecciones agregadas hayan sido presentadas al Consejo de Gobierno del BCE, lo que, con respecto a la práctica actual del Banco de España, supone adelantar varias semanas la divulgación de las proyecciones macroeconómicas de los meses de junio y diciembre¹.

En esta ocasión, las presentes proyecciones macroeconómicas para la economía española para el período 2016-2018 se corresponden con las incorporadas a las previsiones del conjunto del área del euro publicadas por el BCE el pasado 2 de junio².

Con respecto a las últimas previsiones publicadas por el Banco de España en su *Boletín Económico* del pasado mes de marzo, que cubrían el período 2016-2017, las proyecciones actuales incorporan los cambios introducidos en los supuestos técnicos y en las proyecciones del entorno exterior (véase cuadro 1), así como en los supuestos fiscales, y la nueva información disponible hasta la fecha de cierre del ejercicio³. En particular, se incluye el dato de avance del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2016, pero no la estimación posterior ni la información desagregada, que se dieron a conocer por parte del Instituto Nacional de Estadística con posterioridad a la conclusión de este ejercicio. Además, por primera vez se publican proyecciones referidas al año 2018.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, se espera que la fase expansiva de la actividad se prolongue a lo largo del período de proyección, aunque a un ritmo gradualmente

1 En concreto, el Banco de España ha venido publicando hasta el momento sus proyecciones macroeconómicas, con carácter trimestral, en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Las proyecciones se incluyen en el *Boletín Económico* del Banco de España, cuya publicación tiene lugar en los últimos días de cada uno de esos meses o en los primeros del siguiente. El cambio actual implica que, en junio y diciembre, la difusión de las proyecciones se adelantará al comienzo del mes y de manera independiente a la publicación del *Boletín Económico*. En los meses de marzo y septiembre se continuará con la práctica seguida hasta el momento.

2 Véase <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.en.pdf>.

3 En concreto, las fechas de cierre para el cálculo de los supuestos y para la recogida de datos han sido, respectivamente, el 10 y el 18 de mayo de 2016.

ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

CUADRO 1

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2015	Proyección. Junio 2016			Diferencias con la proyección de marzo de 2016	
		2016	2017	2018	2016	2017
Entorno internacional						
Producto mundial	2,9	2,9	3,4	3,5	-0,1	-0,1
Mercados mundiales	1,9	2,5	4,0	4,3	-0,3	-0,2
Mercados de exportación de España	3,1	3,0	4,0	4,2	-0,2	-0,4
Precio del petróleo en dólares (nivel) (b)	52,4	43,4	49,1	51,3	3,2	3,4
Condiciones monetarias y financieras						
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,13	1,14	1,14	0,02	0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,0	114,9	115,6	115,6	1,3	1,7
Índice General de la Bolsa de Madrid (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	107,2	87,2	85,4	83,4	3,0	4,3
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (b)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (b)	1,7	1,7	2,0	2,3	0,1	0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 10 de mayo de 2016. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b 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 los mismos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

decreciente. El avance del producto seguirá apoyándose en los progresos alcanzados en la corrección de los desequilibrios de la economía (en particular, en la mejora de las condiciones competitivas y en la disminución del grado de apalancamiento de hogares y empresas) y en la persistencia de condiciones favorables para la financiación de los agentes, alentadas, a su vez, por la orientación expansiva de la política monetaria. En términos de las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,7 % este año y se desaceleraría hasta el 2,3 % en 2017 y el 2,1 % en 2018 (véase cuadro 2). Este perfil de evolución del producto es el resultado de la pérdida de fuerza de algunos elementos que, con carácter transitorio, han impulsado la actividad en la etapa más reciente, como las bajadas del precio del petróleo, la depreciación del euro o algunos estímulos presupuestarios, lo que se compensaría parcialmente, en el medio plazo, por la mejora paulatina de los mercados de exportación. En el ámbito de los precios, se estima que, tras registrar un retroceso del 0,5 % en 2016, el IPC podría crecer un 1,5 % en 2017 y un 1,7 % en 2018, en línea con la recuperación proyectada para el precio del crudo y con un modesto repunte gradual de la inflación subyacente⁴.

Supuestos para la elaboración de las proyecciones

Los supuestos referidos al precio del petróleo y de otras materias primas y a los tipos de interés se basan en la información disponible en los respectivos mercados en el período inmediatamente previo a la fecha de cierre. El precio del petróleo se situaría, según la senda observada en los mercados de futuros, en un nivel promedio de 43,4 dólares por barril para el conjunto de 2016 y aumentaría en los dos años siguientes, hasta alcanzar los 51,3 dólares en 2018, lo que representa una modesta revisión al alza con respecto a las proyecciones de marzo. Las sendas esperadas del tipo del euríbor a tres meses y de la rentabilidad

4 En términos del IAPC, indicador armonizado para todos los países del área del euro a partir del cual se define el objetivo de política monetaria, las tasas de variación proyectadas son iguales a las del IPC para 2016 y 2017, y una décima más en 2018.

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

CUADRO 2

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2015	Proyección. Junio 2016			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en marzo de 2016	
		2016	2017	2018	2016	2017
PIB	3,2	2,7	2,3	2,1	0,0	0,0
Consumo privado	3,1	3,0	1,8	1,5	0,1	-0,3
Consumo público	2,7	1,1	0,9	0,7	0,1	0,5
Formación bruta de capital fijo	6,4	4,8	5,5	4,9	-0,2	0,1
Inversión en bienes de equipo	10,2	8,1	7,1	6,7	-0,2	-0,2
Inversión en construcción	5,3	3,3	5,5	4,5	-0,1	0,6
Exportación de bienes y servicios	5,4	4,3	4,8	4,9	0,0	-0,4
Importación de bienes y servicios	7,5	5,2	5,5	5,3	0,0	-0,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,7	2,9	2,4	2,1	0,0	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
PIB nominal	3,8	3,2	3,4	3,8	-0,3	0,0
Deflactor del PIB	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,3	0,0
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,5	-0,5	1,5	1,7	-0,4	-0,1
IPSEBENE	0,6	0,9	1,3	1,7	-0,3	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,6	-0,5	1,5	1,8	-0,1	-0,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	3,0	2,5	1,9	1,8	0,2	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	20,9	19,7	18,3	17,3	0,1	0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (porcentaje del PIB)	2,1	1,9	1,4	1,2	0,0	0,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (porcentaje del PIB)	-5,1	-4,1	-3,4	-2,9	0,3	0,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2015.

a Fecha de cierre de las predicciones: 18 de mayo de 2016.

de la deuda pública a diez años son muy próximas a las empleadas en el ejercicio de marzo, como reflejo de las cotizaciones en los mercados de futuros, en el primer caso, y de las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, en el segundo. En consecuencia, el coste de la financiación bancaria recibida por hogares y empresas no financieras se mantendría en niveles también similares a los proyectados en marzo y, en todo caso, reducidos, sustentados por el tono acomodaticio de la política monetaria. Por su parte, en el promedio del año en curso, las cotizaciones bursátiles serían un 20 % inferiores a la media de 2015, variación algo menos pronunciada que la que recogían los supuestos de las proyecciones precedentes.

El crecimiento de los mercados de las exportaciones españolas repuntaría a lo largo del horizonte de proyección, aunque a un ritmo menor que el previsto en marzo, como consecuencia de una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la actividad en las principales áreas geográficas fuera de la UEM y, en menor medida, de la reducción del ritmo previsto de avance de las importaciones de los países del área. Por su parte, se prevé que los precios de los competidores, expresados en euros, se reducirán este año en mayor medida de lo que se estimaba en marzo, lo que responde, en parte, a la revalorización experimentada desde entonces por la moneda europea frente a una cesta amplia de divisas.

En cuanto a los supuestos fiscales, debe tenerse en cuenta que la metodología común de elaboración de estos supuestos en los ejercicios de proyección macroeconómica del Eurosistema se basa en lo que se denomina escenario de «no modificación de la política

presupuestaria», lo que implica que solo se incorporan aquellas decisiones impositivas o de gasto público que estén suficientemente detalladas y estén aprobadas o lo vayan a ser con una alta probabilidad. En un contexto como el actual, caracterizado por una notable incertidumbre acerca del curso futuro de la política presupuestaria, las previsiones macroeconómicas dependen crucialmente de los supuestos realizados sobre los cambios discrecionales en las políticas de ingresos y gastos públicos. Los supuestos incorporados en las actuales proyecciones se basan en las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas (AAPP) para este año, que ya fueron incorporadas en el ejercicio de marzo (véase recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española» de ese mes) y en los planes plurianuales oficiales disponibles para 2016-2018. Estos incluyen como novedad, en comparación con las proyecciones precedentes, la información contenida en la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) que el Gobierno en funciones remitió a la Comisión Europea el pasado 30 de abril. En concreto, la APE introduce medidas adicionales de control del gasto público por valor de 3,5 mm, de las cuales 2 mm se corresponden con no disponibilidades de gasto del Estado, ya aprobadas por el Consejo de Ministros, y las restantes se espera que sean adoptadas por las Comunidades Autónomas. En cuanto al tono de la política fiscal implícito en estas proyecciones, medido por la variación del saldo de las AAPP ajustado por el efecto del ciclo económico⁵, de signo expansivo en 2015, se asume que pase a ser neutral, en promedio, en el horizonte de proyección.

En términos globales, la repercusión sobre el ritmo de avance del PIB de los cambios en los supuestos (incluidos los de índole presupuestaria), con respecto a los utilizados en marzo, es moderadamente negativa en términos netos. Por su parte, el impacto de las modificaciones en los supuestos externos sobre la tasa de inflación presenta un signo positivo en 2016 (principalmente, como consecuencia de la revisión al alza de la senda de precios del petróleo), comportando escasas modificaciones sobre el resto del horizonte de proyección.

Actividad y empleo

La expansión del producto durante el período de proyección seguirá sustentándose, como viene ocurriendo desde 2014, en el empuje de la demanda interna. Por su parte, la demanda exterior neta continuaría realizando una aportación negativa al crecimiento del PIB, aunque de magnitud cada vez más reducida en comparación con 2015. Entre los componentes de la demanda nacional, se prevé que el consumo de los hogares mantenga un vigor elevado, apoyado en la fortaleza del flujo de creación de empleo y en la mejora de la posición financiera de estos agentes, en un contexto de continuación del proceso de desendeudamiento y de aumento de la riqueza no financiera. En el pasado reciente, un importante factor de apoyo adicional ha venido dado por los efectos expansivos sobre la renta disponible derivados de algunos factores transitorios, que incluyen, en particular, las sucesivas bajadas en los precios del petróleo. Estos elementos irán perdiendo fuerza durante el presente año, lo que explica la moderación del ritmo de avance del consumo privado a lo largo del período de proyección. En concreto, tras el crecimiento del 3 % este año, se proyecta una desaceleración de este componente de la demanda hasta el 1,5 % en 2018.

En el contexto descrito, de condiciones de financiación favorables y generación de empleo, se espera que continúe el proceso de paulatina recuperación de la inversión residencial. La intensidad de dicha recuperación se verá moderada, no obstante, por la perspectiva de que el ritmo de aumento del número de hogares sea modesto. Por su parte, la inversión empresarial seguirá experimentando un elevado dinamismo, en un contexto en

⁵ Utilizando la estimación de brecha de producción del Banco de España, y aplicando la elasticidad estimada por la Comisión Europea.

el que se proyecta que los costes de la financiación ajena permanezcan en niveles muy reducidos como reflejo de la orientación expansiva de la política monetaria del área. En todo caso, el ritmo de avance de este componente de la inversión tenderá a atemperarse conforme lo haga la demanda final.

Por lo que respecta a los flujos de intercambios comerciales con el exterior, se prevé que las exportaciones muestren crecimientos relativamente modestos en el corto plazo, en línea con la evolución esperada de los mercados exteriores y con la apreciación cambiaria del euro. En 2017 y 2018, se estima que las ventas al resto del mundo mostrarán un comportamiento algo más expansivo, reflejando el repunte de los mercados de exportación de España, en un contexto en el que se espera que continúen observándose ganancias de competitividad. Por su parte, las importaciones continuarán mostrando un notable vigor a lo largo de todo el horizonte de proyección, en línea con la evolución de la demanda final, sin cambios sustanciales con respecto al patrón observado desde el inicio de la crisis, caracterizado por un grado limitado de sustitución de compras al exterior por producción nacional.

Como resultado de esta evolución de los flujos comerciales reales y de la senda proyectada para los deflactores del comercio exterior, se proyecta una moderación gradual de la capacidad de financiación de la nación, en porcentaje del PIB, desde un 1,9 % en 2016, hasta un 1,4 % en 2017 y un 1,2 % en 2018, magnitudes que, para los dos primeros años, son muy similares a las que se estimaban en marzo.

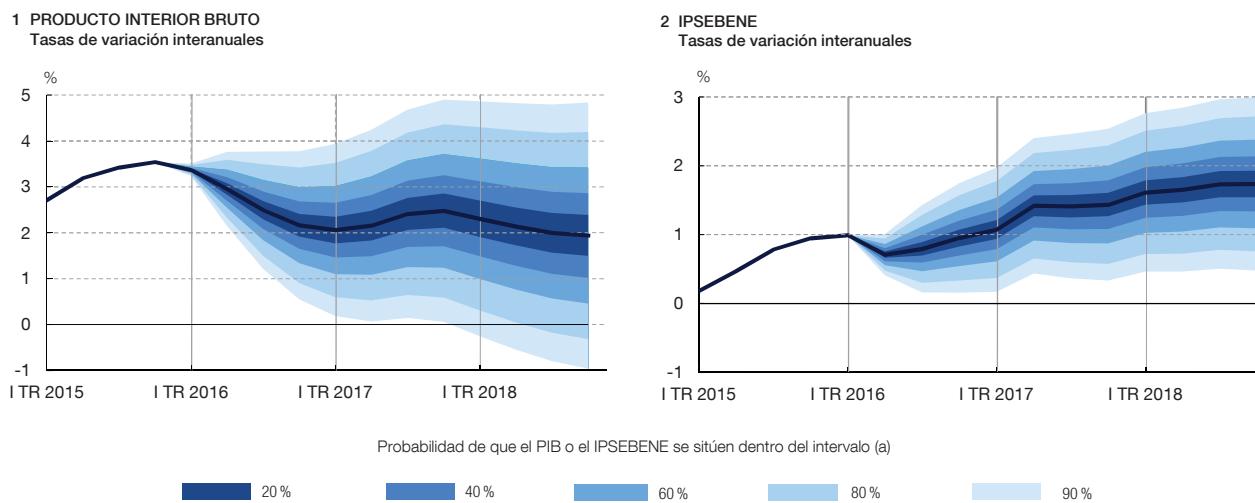
El dinamismo de la actividad seguirá impulsando la creación de puestos de trabajo, favorecida, además, por el hecho de que la composición del crecimiento del producto, desde el punto de vista de las ramas productivas, esté orientada hacia actividades del sector servicios, muy intensivas en mano de obra. El crecimiento del empleo, algo mayor que en las previsiones anteriores, permitirá que la tasa de paro continúe descendiendo, hasta situarse al final de 2018 en torno al 17 % de la población activa.

Con respecto a las previsiones de déficit público, la incorporación de los supuestos fiscales descritos con anterioridad y el impacto de las distintas magnitudes macroeconómicas sobre los agregados presupuestarios resultan en una senda del saldo de las AAPP para 2016, 2017 y 2018 del -4,1 %, del -3,4 % y del -2,9 % del PIB, respectivamente. Las diferencias con respecto a los objetivos oficiales se deben principalmente a que estas proyecciones recogen incrementos más moderados de los ingresos públicos y del PIB nominal, mientras que el aumento nominal del gasto público asumido —del 1,9 % en promedio entre 2016 y 2018— es similar al de la APE.

Frente al anterior ejercicio de proyecciones, la previsión de crecimiento del PIB para el bienio 2016-2017 no se ha visto modificada. En el caso concreto de este año, ello es consecuencia de distintos factores que se contraponen entre sí. En concreto, el impacto adverso que se deriva del comportamiento menos expansivo de los mercados exteriores, de la apreciación del euro, del ligero aumento del precio del petróleo y del grado algo mayor de consolidación presupuestaria se vería compensado por el hecho de que el incremento del PIB en el primer trimestre ha sido ligeramente superior al previsto en marzo.

Precios y costes

Los precios de consumo, medidos por el IPC, mostrarán, bajo los supuestos del ejercicio, tasas de variación negativas hasta el final del verano, lo que daría lugar a un retroceso del 0,5 % en el promedio del año en curso. El repunte posterior, fundamentalmente asociado a la trayectoria de recuperación del precio del petróleo, llevaría a un avance del 1,5 % y del 1,7 % en los dos años siguientes. Al mismo tiempo, se espera que la inflación subyacente,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: cuarto trimestre de 2015 en el PIB y abril de 2016 en el IPSEBENE.

a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20 %, 40 %, 60 %, 80 % y 90 %, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

aproximada por la tasa de variación del IPSEBENE, experimente una aceleración gradual —aunque modesta— como reflejo del comportamiento expansivo del gasto de los hogares, la reducción del grado de holgura de la economía y el repunte de los costes laborales unitarios, en un contexto de progresiva aceleración de los salarios nominales y de mantenimiento de ritmos reducidos de crecimiento de la productividad del trabajo. El perfil de aceleración de los precios de consumo se observaría también en el deflactor del PIB, para el cual se proyectan crecimientos medios del 0,4 %, del 1,1 % y del 1,7 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

La proyección de inflación medida por los precios de consumo se ha revisado a la baja en 2016, como consecuencia de las sorpresas en esa dirección observadas en los últimos meses en el componente más estable de la inflación —esto es, el IPSEBENE—, lo que ha contrarrestado el impacto de la modificación al alza de la senda de precios del petróleo. El efecto positivo de este último factor sobre el deflactor de las importaciones explica además la revisión a la baja del crecimiento del deflactor del PIB en 2016.

Riesgos

El gráfico 1 presenta los resultados de un procedimiento estadístico comúnmente utilizado para aproximar la incertidumbre inherente a las proyecciones basado en la construcción de intervalos de confianza, para distintos niveles de probabilidad, a partir de las desviaciones históricas de los valores proyectados de las variables con respecto a sus realizaciones efectivas. Esta metodología presenta algunos inconvenientes, en la medida en que considera que los riesgos en torno al escenario central presentan una distribución simétrica, sin tener en cuenta que, en el momento en que se formula la previsión, pueden existir factores que hagan que la incertidumbre sea más pronunciada en una determinada dirección.

Se considera que los riesgos en torno al escenario central de crecimiento del producto que se ha descrito continúan presentando un cierto balance negativo. En primer lugar, desde el punto de vista del contexto exterior, persisten las incertidumbres acerca de la recuperación de la economía global contemplada en el escenario central, ligadas, en par-

ticular, a la evolución futura de determinadas economías emergentes. La materialización de estos riesgos podría conducir a una evolución menos favorable de las exportaciones de nuestro país, a través tanto del menor crecimiento de los mercados exteriores como de una posible apreciación del tipo de cambio del euro frente a las monedas de las economías más vulnerables. Otras fuentes de riesgo procedentes del entorno exterior vienen dadas por una hipotética intensificación de las tensiones geopolíticas en torno a ciertas áreas en conflicto (que podrían dar lugar a una apreciación del euro y a un aumento del precio del petróleo) y por el resultado del referéndum convocado en Reino Unido acerca de la permanencia de este país en la Unión Europea. En sentido contrario, un riesgo al alza sobre el crecimiento podría venir dado por la posibilidad de que el impacto positivo de las medidas de política monetaria aprobadas hasta la fecha sea más pronunciado que el considerado en el escenario central.

En el terreno interno, la prolongación del período de incertidumbre política, tras la convocatoria de unas nuevas elecciones legislativas, puede dar lugar a que los agentes pospongan temporalmente algunas decisiones de gasto como consecuencia de la indefinición acerca del curso futuro de las políticas económicas. En el ámbito de la política fiscal, la incertidumbre en torno al proceso de consolidación presupuestaria afecta a distintos aspectos de este, que incluyen su intensidad, su pauta temporal y su composición. En la medida en que estos aspectos de la política fiscal finalmente aplicada se separen de los supuestos incorporados a este ejercicio de proyección, podrían producirse efectos sobre el escenario previsto de evolución de la actividad⁶. La evolución macroeconómica vendrá también condicionada por la agenda de reformas estructurales que se implemente. En particular, la aprobación de reformas que tiendan a mejorar el funcionamiento de los mercados de productos y factores y el dinamismo de la productividad⁷ tendría efectos positivos sobre la confianza y el crecimiento, que se materializarían con más intensidad hacia el final del período de proyección, dado que habitualmente transcurre un cierto tiempo entre el momento de la introducción de las reformas y aquel en que comienzan a tener un impacto favorable sobre la economía. Ello subraya la conveniencia de evitar retrasos en la aplicación de las reformas todavía necesarias.

Por lo que respecta a los precios, los riesgos de desviación se inclinan ligeramente hacia el lado negativo, como resultado, en particular, de una hipotética materialización de los riesgos relativos al contexto exterior del área del euro que se han descrito. En la dirección contraria, el conjunto de medidas de política monetaria adoptadas hasta la fecha podría impulsar la inflación más allá de lo proyectado en el escenario central, como consecuencia de su impacto positivo sobre la demanda y sobre las expectativas inflacionistas de los agentes.

6 La pauta de consolidación dependerá crucialmente de las decisiones alcanzadas por el Consejo Europeo en el contexto de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, en el momento de elaboración de este texto la Comisión Europea ha propuesto una recomendación al Consejo Europeo, cuya aprobación por este supondría un nuevo calendario de consolidación presupuestaria para España, de forma que el déficit público debería situarse en el 3,7 % del PIB en 2016 y en el 2,5 % del PIB en 2017.

7 Véase el *Informe Anual* del Banco de España de 2015 (http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Informe_anual/).