

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2017-2019): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2017

Introducción y resumen

Este documento recoge los principales rasgos de las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2017-2019, que forman parte de las proyecciones para el conjunto del área del euro que el Banco Central Europeo publicó el pasado 8 de junio¹. Las actuales proyecciones incorporan la nueva información disponible desde la publicación de las anteriores, el pasado 3 de abril, en el *Boletín Económico* 1/2017².

La actividad de la economía española ha seguido mostrando un notable dinamismo en el período transcurrido de 2017. Tras la modesta aceleración del PIB observada al inicio del año, la información disponible a la fecha de cierre de estas proyecciones sugiere que el producto podría registrar en el segundo trimestre un ritmo de avance algo superior al previsto hace tres meses. En particular, aunque, según se esperaba entonces, el repunte inflacionista reciente habría restado pujanza al gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo en términos reales, los mercados exteriores han experimentado un vigor superior al proyectado anteriormente.

La intensidad del crecimiento del PIB, una vez se han visto debilitados algunos de los factores que lo habían venido impulsando en el período reciente, confirma la solidez de las bases sobre las que se asienta la actual fase expansiva³. En concreto, los avances registrados en la corrección de los desequilibrios macrofinancieros de la economía y, en particular, en la mejora de la competitividad y en la reducción del endeudamiento privado configuran un contexto propicio para la prolongación de la actual fase de crecimiento de la actividad y el empleo. No obstante, el cambio de orientación de la política presupuestaria, tras el tono expansivo ejercido en los últimos dos ejercicios, y la expectativa de que el grado de laxitud de las condiciones financieras y monetarias no se intensifique a lo largo del horizonte de proyección darían lugar a una moderación del ritmo de expansión de la economía, que, sin embargo, se mantendría elevado. En concreto, tras avanzar un 3,1 % este año, el PIB podría desacelerarse hasta el 2,5 % y el 2,2 % en 2018 y 2019, respectivamente (véase cuadro 1).

Por lo que respecta a los precios de consumo, se espera que la ralentización del IPC observada desde el mes de marzo, relacionada con la evolución del componente energético, se prolongue a lo largo del resto del año. Posteriormente, la inflación repuntaría de forma moderada, reflejando el fortalecimiento cíclico de la actividad. De este modo, tras crecer un 2 % en promedio anual en 2017, los precios de consumo avanzarían un 1,3 % en 2018 y un 1,6 % en 2019.

Actividad y empleo

La expansión de la actividad a lo largo del horizonte de proyección continuaría apoyándose en el dinamismo de la demanda nacional. No obstante, se espera que la demanda exterior neta siga ejerciendo una contribución positiva al crecimiento del producto durante

1 Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Junio de 2017*.

2 En concreto, frente a las *Previsiones macroeconómicas de la economía española (2017-2019)*, publicadas el pasado 3 de abril, en las actuales se recogen los cambios observados hasta el 16 de mayo en los supuestos técnicos, en las previsiones del contexto exterior de la economía española y en los supuestos de naturaleza fiscal, así como los nuevos datos aparecidos hasta la fecha de cierre del ejercicio, que fue el 23 de mayo. La publicación de los datos de la CNTR del primer trimestre de 2017 tuvo lugar con posterioridad a esta última fecha, por lo que esa información no ha podido ser incluida en las proyecciones.

3 El *recuadro 1.2 del Informe Anual, 2016*, del Banco de España, realiza una estimación de la contribución de distintos factores transitorios a la hora de explicar el crecimiento de la economía española en el trienio 2014-2016.

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2016	Proyecciones de junio de 2017			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en marzo de 2017		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
PIB	3,2	3,1	2,5	2,2	0,3	0,3	0,0
Consumo privado	3,2	2,7	2,0	1,5	0,3	0,3	0,0
Consumo público	0,8	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	3,1	3,7	4,6	4,3	0,4	0,3	-0,1
Inversión en bienes de equipo	5,0	3,6	5,1	4,8	0,6	0,1	-0,4
Inversión en construcción	1,9	4,0	4,9	4,6	0,3	0,5	0,1
Exportación de bienes y servicios	4,4	6,9	4,9	4,9	0,8	0,1	0,1
Importación de bienes y servicios	3,3	5,8	4,5	4,4	0,6	0,1	0,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,7	2,5	2,2	1,9	0,2	0,2	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0
PIB nominal	3,6	4,2	4,0	3,7	0,4	0,4	0,0
Deflactor del PIB	0,3	1,0	1,4	1,5	0,0	0,1	0,0
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	2,0	1,3	1,6	-0,2	0,0	0,0
IPSEBENE	0,8	1,1	1,5	1,8	0,0	0,0	0,0
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,9	2,9	2,3	1,8	0,3	0,4	0,0
Tasa de paro (% de la población activa)							
Datos fin de período	18,6	16,5	14,7	13,2	-0,2	-0,7	-0,7
Datos medios	19,6	17,3	15,4	13,8	-0,2	-0,6	-0,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,0	1,8	1,9	1,8	-0,1	0,1	0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,5	-3,2	-2,6	-2,2	0,0	0,2	0,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2016.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 23 de mayo de 2017.

todo el período considerado. La demanda nacional seguirá viéndose alentada por la persistencia de condiciones financieras favorables y el progresivo desapalancamiento de hogares y empresas, de modo que el endeudamiento de estos agentes constituirá cada vez en menor medida un factor limitativo de su gasto.

Entre los componentes del gasto nacional, se espera que el consumo privado continúe mostrando tasas de avance elevadas, sustentado, principalmente, en la fuerte creación de empleo. No obstante, en comparación con el pasado reciente, el ritmo de crecimiento del consumo de los hogares experimentaría una moderación progresiva, que obedece al menor dinamismo de las rentas reales de estos agentes, en un contexto de niveles de inflación más elevados que los observados en años anteriores y de ausencia de rebajas impositivas como las que tuvieron lugar en 2015-2016. Además, el progresivo agotamiento del fuerte impulso de la demanda de bienes duraderos en los años posteriores a la última etapa recesiva tenderá a contener al avance del consumo. En todo caso, en consonancia con la menor intensidad del repunte de precios proyectado actualmente en relación con el que se preveía en marzo, la tasa de avance del consumo privado se ve revisada moderadamente al alza, hasta crecer un 2,7 % este año, antes de desacelerarse gradualmente hasta el 1,5 % en 2019.

Asimismo, se espera una continuación de la recuperación de la inversión residencial, con el trasfondo de la fortaleza del mercado de trabajo y de la disponibilidad de financiación crediticia a coste reducido. Este contexto favorable se verá reforzado por la paulatina disminución de las existencias de viviendas terminadas. No obstante, el avance de este componente de demanda se verá limitado por el reducido ritmo previsto de creación neta de hogares.

La inversión empresarial moderó su ritmo de avance en la segunda mitad de 2016, fenómeno que posiblemente tuvo un marcado componente transitorio, vinculado a los cambios en la imposición de sociedades que se introdujeron en ese período. La robustez de la demanda final, las menores necesidades de desendeudamiento empresarial y la disponibilidad de financiación interna y externa sugieren que la inversión recobrará una pauta más dinámica a lo largo del horizonte de proyección.

A lo largo del segundo semestre de 2016, pudo observarse un aumento del ritmo de crecimiento de los mercados de exportación de España, desarrollo que se ha prolongado en los primeros meses del año corriente. El impacto expansivo de esta evolución sobre las ventas de bienes y servicios al resto del mundo se verá reforzado por los efectos de las pasadas ganancias de competitividad de la economía española. En su conjunto, las exportaciones crecerían en 2017 a una tasa del 6,9%, moderándose en 2 puntos porcentuales (pp) en los dos años posteriores como consecuencia de la ralentización de los mercados exteriores, bajo el supuesto de que el repunte reciente de la elasticidad del comercio mundial a la actividad global tiene un carácter transitorio. De modo análogo, las proyecciones actuales suponen una cierta reversión de la reducción de la elasticidad de las importaciones a la demanda final observada en 2016 hacia valores algo más elevados, que, no obstante, serían inferiores al promedio histórico, como reflejo de la creciente evidencia favorable al inicio de un proceso de sustitución de compras al exterior por producción nacional⁴.

Se prevé que la economía española continúe presentando capacidad de financiación frente al resto del mundo a lo largo del período de proyección. No obstante, el saldo superavitario podría ser dos décimas inferior al observado en 2016, del 2% del PIB, en un contexto en que la favorable evolución de la demanda exterior neta en términos reales se vería contrarrestada por la disminución de la contribución positiva que ha ejercido la reducción de los pagos netos por intereses en el pasado reciente y, sobre todo, por el cambio de signo de la aportación de la relación real de intercambio, como consecuencia del encarecimiento del petróleo desde los niveles mínimos alcanzados en los primeros meses de 2016.

El empleo mantendrá ritmos de crecimiento elevados, aunque cada vez menores a lo largo del horizonte de proyección, en consonancia con la previsión de una cierta suavización del ritmo de avance del producto y de unas tasas de crecimiento muy modestas de la productividad aparente. La población activa continuará descendiendo a lo largo del próximo trienio, como consecuencia del impacto del envejecimiento de la población⁵. Esta evolución de la fuerza laboral conduciría, conjuntamente con la proyectada continuación del proceso de generación de empleo, a una prolongación del descenso de la tasa de paro, que se situaría en el entorno del 13% a finales de 2019.

4 El capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España, analiza la evidencia disponible acerca de la magnitud de ese proceso.

5 Véase el recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española» de septiembre de 2016.

Bajo los supuestos fiscales considerados (que se detallan en el recuadro 1), el déficit público se reduciría en 2017 hasta el 3,2% del PIB, 1,3 pp por debajo de la cifra del año pasado, evolución que vendría amparada por el ciclo económico favorable, en un contexto en que la orientación de la política fiscal sería neutral, tras el sesgo expansivo del último bienio. La corrección del desequilibrio presupuestario continuaría en los dos próximos ejercicios, de modo que el saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) se situaría a partir de 2018 por debajo del 3% del PIB.

En comparación con las proyecciones precedentes, el crecimiento del PIB se ve revisado al alza en tres décimas tanto en 2017 como en 2018, como consecuencia de la mejora de la evolución en la parte central de este año a la que apunta la información coyuntural disponible en comparación con las previsiones formuladas hace tres meses y del impacto favorable de los cambios en los supuestos sobre los que se condicionan las previsiones. En particular, la mejora de las perspectivas de los mercados mundiales, particularmente en el corto plazo, los niveles más reducidos de los precios del petróleo y los menores tipos de interés contribuyen a explicar la mejora de las proyecciones de crecimiento del PIB.

Precios y costes

La evolución esperada de los precios de consumo en la segunda mitad de 2017 seguirá viéndose muy influenciada por la trayectoria del componente energético. El crecimiento del IPC alcanzó en los meses de enero y febrero sus niveles más elevados desde 2012, del 3% en ambos meses, como consecuencia del repunte de los precios energéticos observado desde principios de 2016. Desde el mes de marzo de este año, la inflación ha comenzado a descender y se espera que esta pauta continúe en los próximos meses, como resultado de la contribución cada vez menos inflacionista de los precios energéticos, que se verá compensada en cierta medida por un alza gradual del componente subyacente, en un contexto de paulatina disminución del grado de holgura cíclica de la economía⁶. Con todo ello, el IPC general aumentaría un 2% en el promedio de 2017, para desacelerarse posteriormente hasta el 1,3% en 2018 y repuntar moderadamente hasta el 1,6% en 2019.

En comparación con las proyecciones anteriores, el avance de los precios de consumo sería algo inferior en 2017, manteniéndose sin modificaciones en los dos años siguientes. La revisión a la baja para este año se debe a la mayor debilidad esperada de los precios del petróleo y a las sorpresas en los registros de los meses más recientes. En el período 2018-2019, los cambios en los supuestos ejercerían una contribución neutral a la evolución prevista de los precios de consumo.

Riesgos

Los riesgos en torno a la senda de evolución de la actividad se encuentran predominantemente orientados a la baja, aunque en menor medida que en las proyecciones publicadas el 3 de abril. En su mayor parte, estas contingencias desfavorables tienen su origen en la esfera internacional. En particular, una eventual intensificación de las tendencias proteccionistas que han comenzado a despuntar en algunos ámbitos podría acarrear consecuencias negativas para la demanda de las exportaciones españolas procedente de fuera del área del euro. Esta variable podría verse afectada, además, por eventuales perturbaciones financieras, que podrían tener su origen en diversos factores, que incluyen, por un lado, una combinación de políticas en Estados Unidos que condujera a un tensionamiento

6 El recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española» de marzo de 2017 analiza la naturaleza transitoria del repunte de la inflación a principios de este año. Por su parte, en Álvarez, Sánchez y Urtasun (2017), «El efecto de las fluctuaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», se evalúa la magnitud de la traslación de las variaciones en los precios del petróleo a otros precios de la economía y a los salarios, y se concluye que la incidencia es relativamente reducida.

monetario mayor y más rápido de lo esperado en ese país⁷ y, por otro lado, una hipotética corrección desordenada del elevado nivel de endeudamiento de la economía china. En ambos casos, la actividad económica en las economías emergentes tendería a verse afectada negativamente. Finalmente, la actividad en Europa podría verse afectada negativamente por la incertidumbre acerca del desarrollo de las negociaciones que han de conducir a un nuevo tipo de relación entre el Reino Unido y la UE⁸. En sentido opuesto, la reciente mejoría de los indicadores coyunturales relativos al conjunto del área del euro podría devenir en un fortalecimiento de la actividad más intenso que el contemplado en el escenario central.

De modo análogo, también en el ámbito doméstico, la evolución económica reciente ha venido caracterizada por un dinamismo del producto mayor de lo esperado, incluso en un contexto de pérdida de empuje de algunos de los elementos que, de manera transitoria, lo impulsaron en el pasado. Esta resistencia de la economía, que podría guardar relación no solo con la mejora del contexto exterior, sino también con los avances registrados en la corrección de los desequilibrios macrofinancieros y con una intensidad de la traslación del estímulo de la política monetaria mayor que la estimada anteriormente, podría prolongarse en los próximos trimestres, dando lugar a ritmos de crecimiento del PIB más intensos que los proyectados en el escenario central. El elevado endeudamiento público subraya la necesidad de cumplir con la senda de consolidación fiscal trazada, aprovechando el contexto actual de crecimiento elevado y tipos de interés reducidos, al objeto de moderar los costes financieros futuros, reducir la vulnerabilidad de la economía ante un eventual endurecimiento de las condiciones de financiación y restablecer una cierta capacidad de maniobra de la política fiscal ante eventuales perturbaciones. Además, la mejora de las perspectivas de crecimiento de la actividad y del empleo de la economía española en el medio y largo plazo requiere profundizar en la aplicación de reformas estructurales en distintos ámbitos.

Los riesgos de desviación con respecto a las proyecciones de inflación se orientan asimismo moderadamente a la baja como consecuencia de dos tipos distintos de factores. Por un lado, las perspectivas de que la inflación subyacente repunte se encuentran condicionadas por el supuesto realizado acerca del efecto inflacionista derivado de la reducción del grado de holgura de la economía. No obstante, la evidencia disponible no es concluyente acerca de la magnitud de la correlación positiva entre actividad y precios, en un entorno como el actual, en el que todavía existe un volumen significativo de recursos no utilizados⁹. Por otro lado, una eventual materialización de los riesgos a la baja que se acaban de describir a la evolución de la actividad daría lugar a una moderación de las presiones inflacionistas, con excepción, posiblemente, del escenario de eventual materialización de tensiones proteccionistas. Finalmente, es probable que se prolonguen las oscilaciones del precio del petróleo, dando lugar a incertidumbre sobre el comportamiento de la inflación.

13.6.2017.

7 En relación con la propuesta de reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos, véase el **recuadro 2 del Boletín Económico 1/2017**. Para una visión más global de las políticas que la nueva Administración norteamericana podría poner en práctica, así como de sus implicaciones sobre la economía global, puede consultarse el **recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española» de diciembre de 2016**.

8 Los recuadros 3 y 5 del **«Informe trimestral de la economía española» de septiembre de 2016** analizan, respectivamente, el impacto de la salida del Reino Unido de la UE sobre la economía británica y mundial y la exposición de la economía española a la del Reino Unido.

9 En particular, en P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), **«Umbral en la relación entre inflación y actividad»**, *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, se concluye que la sensibilidad de la inflación a la evolución de la actividad en la economía española solo es elevada en los períodos en los que la brecha de producción adopta niveles muy elevados en valor absoluto (ya sean positivos o negativos).

La elaboración de los supuestos acerca de los tipos de interés y de los precios del petróleo y otras materias primas descansa sobre los precios negociados en los correspondientes mercados en los diez días laborables previos a la fecha de cierre (en este caso, el 16 de mayo). Este procedimiento conduce, en esta ocasión, a una senda de precios del petróleo muy estable, en torno a 51,5 dólares por barril a lo largo de todo el horizonte de proyección, lo que supone una revisión a la baja que asciende, por término medio, aproximadamente a un 8,5 % con respecto a las proyecciones anteriores.

De acuerdo con el procedimiento que se acaba de describir, los niveles esperados por los mercados para los tipos de interés a lo largo del período de proyección se han reducido con respecto al ejercicio de marzo. En concreto, tanto el euríbor a tres meses como los rendimientos de la deuda pública a diez años experimentan una moderación de unos 10 pb, de modo que, en concreto, los tipos de la deuda se situarían en el 1,7 % en el promedio de 2017, repuntando con posterioridad cuatro décimas por año, hasta el 2,5 % en 2019. Esta evolución esperada de los tipos de interés de mercado conduce también a un cierto descenso del coste de la financiación crediticia de familias y empresas en comparación con los niveles de las proyecciones anteriores.

El nivel del tipo de cambio efectivo nominal del euro a lo largo del horizonte de proyección, que, de acuerdo con la metodología utilizada, se corresponde con el observado en los mercados al

contado de divisas en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los supuestos, supone una pequeña apreciación con respecto al nivel de las proyecciones anteriores.

Por su parte, el crecimiento de los mercados de exportación de España se revisa al alza significativamente en 2017 y en magnitudes mucho más modestas en el resto del horizonte de proyección, lo que da lugar a un perfil decreciente de las tasas de variación de esta variable, que, tras avanzar un 4,7 % en 2017, moderaría su ritmo de aumento hasta el 3,7 % en 2019.

Las proyecciones de las variables de política fiscal para 2017-2019 se basan en tres elementos. En primer 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— evolucionan en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española en el medio plazo y las medidas anunciadas en el Programa de Estabilidad remitido por el Gobierno a la Comisión Europea en abril de este año. En segundo lugar, se supone que las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP evolucionan, en ausencia de medidas, de acuerdo con sus determinantes habituales. En concreto, en el caso de los ingresos públicos, al margen de la incorporación de los cambios normativos aprobados a finales del año pasado, se supone que estos crecen en línea con sus bases fiscales, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Lo mismo sucede con

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2016	Proyecciones de junio de 2017			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en marzo de 2017		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Entorno internacional							
Producto mundial	3,0	3,3	3,6	3,5	0,0	0,1	0,0
Mercados mundiales	1,5	4,5	3,9	4,0	0,9	0,1	0,1
Mercados de exportación de España	2,2	4,7	3,9	3,7	1,0	0,3	0,1
Precio del petróleo en dólares (nivel)	44,0	51,6	51,4	51,5	-0,8	-0,7	-0,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,08	1,09	1,09	0,01	0,02	0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,6	112,9	113,6	113,6	0,8	1,3	1,3
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (c)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (c)	1,4	1,7	2,1	2,5	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a** Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 16 de mayo de 2017. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- c** 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.

aquellas partidas menos discrecionales de gasto, como la relacionada con las pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y el envejecimiento de la población—, el subsidio de desempleo —que depende principalmente de la evolución del paro— y la carga de intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—. Finalmente, estas previsiones incluyen una valoración del impacto de los datos de corto plazo disponibles relativos a la evolución de los ingresos y gastos públicos hasta la fecha de cierre de este informe. Hay que resaltar que no se incorporan una serie de factores

de carácter transitorio recogidos en el Programa de Estabilidad, pero que no se han concretado todavía, relativos en particular a los posibles costes asociados a la responsabilidad patrimonial derivada de los procedimientos judiciales de las autopistas de peaje que se encuentran en concurso de acreedores y que se estima pueda hacerse efectiva en el período 2017-2018. De acuerdo con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal, y la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal pasaría a ser aproximadamente neutral en el período 2017-2019, tras la orientación expansiva de 2015 y 2016.