

En este recuadro se presenta la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas de la economía española elaboradas por el Banco de España. Frente a las proyecciones del pasado mes de junio<sup>1</sup>, el ejercicio actual incorpora, entre otra información reciente, la procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral de los dos primeros trimestres de 2017<sup>2</sup> y la relativa a la evolución de los supuestos técnicos sobre los que se condiciona este ejercicio (véase cuadro 1)<sup>3</sup>.

Las estimaciones efectuadas contemplan la prolongación del período de expansión de la actividad iniciado hace cuatro años. El actual ciclo de crecimiento de la actividad y del empleo continuará apoyándose a medio plazo, entre otros factores, en la mejora en la posición competitiva de la economía española, el avance en el desendeudamiento de los agentes privados y el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables.

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2019): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2017.**
- 2 El INE publicó, el 12 de septiembre, una revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual que supone una ligera modificación al alza del crecimiento del PIB en 2015 y 2016, junto con cambios de mayor magnitud en las tasas de variación de otras variables, tales como los distintos componentes de demanda, de modo que, por ejemplo, el pasado año, el avance del producto habría descansado sobre el componente exterior en mayor medida de lo estimado hasta ahora. Esta información no ha podido ser incorporada en las proyecciones, dado que los modelos empleados en su elaboración requieren el uso de series trimestrales y que las series con esa frecuencia coherentes con la información anual más reciente no serán publicadas hasta el 2 de octubre.
- 3 La fecha límite para la recopilación de información relativa a los supuestos en el ejercicio de junio fue el 16 de mayo. En las proyecciones actuales, la fecha correspondiente es el 18 de septiembre, salvo por lo que respecta a la evolución de los mercados exteriores, cuyos supuestos son que realiza el personal técnico del BCE recogidos en las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas para la zona del euro de septiembre de 2017**, desarrollados con información hasta el 14 de agosto. Por otro lado, la fecha de cierre de recogida de información para la realización de las proyecciones es el 25 de septiembre.

Al mismo tiempo, la pujanza de la actividad desde el inicio de la recuperación ha respondido, en parte, a algunas otras fuerzas que han ido perdiendo intensidad a lo largo del último año<sup>4</sup>. En particular, frente a la orientación expansiva que caracterizó a la política fiscal en el bienio 2015-2016 y a las disminuciones de los precios del petróleo que se observaron entre mediados de 2014 y el primer trimestre del pasado año, en el período más reciente la política presupuestaria ha adoptado un tono neutral y el crudo se ha encarecido moderadamente, si bien su cotización oscila en torno a un nivel que es aproximadamente la mitad del que prevaleció en los años previos a su abaratamiento. De este modo, estos factores han pasado de impulsar el crecimiento a ejercer un efecto aproximadamente nulo o ligeramente contractivo. Por otro lado, se prevé el progresivo agotamiento del efecto expansivo que se ha producido en los últimos años como consecuencia de la materialización de algunas decisiones

- 4 El recuadro 1.2 del capítulo 1 del Informe Anual del Banco de España de 2016 contiene una estimación de la contribución de los factores de naturaleza predominantemente transitoria al crecimiento del producto a lo largo de la presente expansión.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de septiembre de 2017			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2017 (b)		
	2016	2017	2018	2017	2018	2019
<b>Entorno internacional</b>						
Producto mundial	3,0	3,5	3,6	0,1	0,0	0,0
Mercados de exportación de España	2,5	5,1	3,9	0,4	0,0	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	44,0	52,7	54,3	1,2	2,9	3,1
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>						
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,13	1,20	0,05	0,10	0,10
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,6	117,3	122,5	3,9	7,8	7,8
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,4	1,6	1,9	-0,1	-0,2	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 18 de septiembre de 2017. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- 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.
- Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- 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.

de gasto en bienes de consumo duradero y de inversión postpuestas durante las fases más agudas de la crisis. De hecho, se estima que, en el tercer trimestre del año, el PIB podría haberse ralentizado ligeramente, como anticipaban las proyecciones de junio. Como consecuencia de todo ello, se estima que, tras crecer un 3,1 % este año, el PIB avanzará un 2,5 % y un 2,2 % en 2018 y 2019, respectivamente (véase cuadro 2).

En el caso de los precios de consumo, se espera una suave tendencia creciente de la tasa de variación del componente no energético, como consecuencia de la prolongación de la fase expansiva, que dará lugar primeramente a una disminución de la brecha negativa entre los niveles de producto observado y potencial, y posteriormente a un cambio de signo de esta. Sin embargo, ello se traduciría en un repunte de la inflación general solamente a partir de comienzos del año próximo, pues hasta entonces prevalecería el impacto de la

desaceleración de los precios energéticos con respecto a los vigentes un año atrás<sup>5</sup>. Con todo ello, la tasa de variación media anual del IPC descendería desde el 1,9 % esperado para 2017 hasta el 1,3 % en 2018, antes de volver a repuntar hasta el 1,6 % en 2019.

En comparación con las proyecciones de junio, la novedad más relevante en los supuestos técnicos del ejercicio es la apreciación del tipo de cambio del euro, que, en términos efectivos nominales frente a los países de fuera del área, se aproxima al 8 %. Las modificaciones en el resto de los supuestos tienen una magnitud más modesta. En particular, la senda de precios del petróleo medidos

5 Para una descripción del papel de los efectos base en el comportamiento de la inflación, véase el recuadro 4 «Evolución de la inflación en España y perspectivas», en el Informe Trimestral de la Economía Española, *Boletín Económico*, 1/2017, del Banco de España.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2016 (b)	2016	Proyecciones de septiembre de 2017			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2017		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
PIB	3,3	3,2	3,1	2,5	2,2	0,0	0,0	0,0
Consumo privado	3,0	3,2	2,4	2,0	1,5	-0,3	0,0	0,0
Consumo público	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8	0,2	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	3,3	3,1	4,3	4,4	4,0	0,6	-0,2	-0,2
Inversión en bienes de equipo	4,9	5,0	5,4	4,8	4,6	1,8	-0,4	-0,2
Inversión en construcción	2,4	1,9	3,6	4,7	4,3	-0,4	-0,1	-0,3
Exportación de bienes y servicios	4,8	4,4	6,4	4,6	4,5	-0,5	-0,3	-0,3
Importación de bienes y servicios	2,7	3,3	5,0	4,1	4,2	-0,8	-0,4	-0,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,5	2,7	2,5	2,2	1,9	0,0	0,0	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,7	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0
PIB nominal	3,6	3,6	4,0	3,9	3,6	-0,1	-0,1	-0,1
Deflactor del PIB	0,3	0,3	0,9	1,4	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,2	1,9	1,3	1,6	-0,1	0,0	0,0
IPSEBENE	0,8	0,8	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	3,0	2,9	2,7	2,2	1,8	-0,2	0,0	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	18,6	18,6	16,3	14,4	12,9	-0,2	-0,3	-0,3
Tasa de paro (% de la población activa). Datos medios	19,6	19,6	17,1	15,1	13,4	-0,2	-0,3	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	—	2,0	2,1	2,3	2,2	0,3	0,4	0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	—	-4,5	-3,2	-2,6	-2,1	0,0	0,1	0,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
 Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2017.

a Fecha de cierre de las predicciones: 25 de septiembre de 2017.

b Las tasas de variación en 2016 que hacen referencia a las series de Contabilidad Nacional se han actualizado para recoger la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de los años 2014-2016 publicada por el INE el pasado 12 de septiembre. Las nuevas cifras de capacidad / necesidad de financiación de la nación y de las AAPP se harán públicas el próximo día 2 de octubre.

en dólares es similar a la del ejercicio de proyecciones precedente, presentando una pendiente ligeramente mayor, de modo que el nivel de esa variable al final del horizonte de proyección es unos tres dólares por barril superior al observado hace tres meses. Por su parte, en el período transcurrido desde las proyecciones anteriores ha podido observarse un desplazamiento a la baja de las sendas esperadas de los tipos de interés en los mercados de deuda pública y, en menor medida, interbancarios, según las expectativas implícitas en las curvas de rendimientos, lo que resulta en una reducción del coste de la financiación crediticia a hogares y sociedades no financieras. Finalmente, se ha producido una revisión al alza del ritmo de crecimiento de los mercados de exportación en 2017. No obstante, este cambio en la media anual se debe, en realidad, al mejor comportamiento observado en la parte transcurrida del año en comparación con lo que se preveía en junio, en tanto que las revisiones son prácticamente inapreciables a lo largo del horizonte de proyección.

Las modificaciones de los supuestos relativos a la política presupuestaria en 2017-2019 han sido muy reducidas con respecto al ejercicio de previsión anterior. Para 2017, las proyecciones fiscales se basan en las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas (AAPP) para este año, así como en la ejecución observada de ellos. Con respecto a los supuestos para el resto del horizonte de proyección, en la fecha de cierre de la recogida de información para la realización de este ejercicio no se había presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el ejercicio 2018. En este contexto, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las variables fiscales en 2018-2019. 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— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española. En segundo lugar, 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 habituales<sup>6</sup>.

Cabe resaltar que, al igual que en las proyecciones de junio, no han sido incorporados una serie de factores de carácter transitorio recogidos en el Programa de Estabilidad de abril de este año, pero que no se han concretado todavía<sup>7</sup>.

6 En concreto, se asume que, al margen de los impactos diferidos derivados de los cambios normativos aprobados en la segunda mitad de 2016, los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para aquellas partidas menos discrecionales de gasto, se realizan supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y el envejecimiento de la población—, en prestaciones por desempleo —que depende principalmente de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

7 Esto hace referencia, 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 2017-2019.

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 aproximadamente neutral en el período 2017-2019, tras la orientación expansiva de 2015 y 2016.

Considerados en su conjunto, los cambios en los distintos supuestos, incluidos los de índole fiscal, frente al ejercicio precedente conducirían, de acuerdo con los impactos estimados históricamente, a una modesta revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento de la actividad y los precios.

Frente a esos efectos, las proyecciones actuales coinciden, en términos de las tasas medias anuales de crecimiento del PIB y del IPC, con las publicadas en junio, con la excepción de la tasa de variación de los precios de consumo en 2017, que es ahora una décima inferior a la presentada entonces.

En términos del PIB, la ausencia de revisiones en relación con el ejercicio de junio se explica por la compensación de los efectos de distinto signo que han tenido sobre la actividad varios factores relevantes. Por un lado, la información relativa a la evolución de los mercados exteriores de la economía española en el período más reciente ha sido más favorable de lo anticipado hace unos meses. Este factor, básicamente, contrarrestaría el efecto conjunto moderadamente adverso de los cambios en algunos otros supuestos técnicos y, en particular, el procedente de la apreciación del euro.

En relación con este último factor, el escenario central incorpora una repercusión relativamente limitada de la apreciación del tipo de cambio tanto sobre la actividad como sobre los precios, atendiendo a dos tipos de razones. En primer lugar, las estimaciones disponibles indican que la respuesta de precios y actividad depende de la fuente de la perturbación que dio origen al movimiento del tipo de cambio. En particular, ese impacto es tanto más reducido cuanto más relacionada esté la variación cambiaria con una mejora de las perspectivas de la actividad en el área del euro en relación con sus socios comerciales, como ocurre en esta ocasión. En segundo lugar, la evidencia disponible sugiere que se habría producido una disminución en años recientes del alcance de la traslación de los movimientos cambiarios, que podría derivarse de fenómenos tales como el aumento de la competencia global (que daría lugar a que, al objeto de mantener sus cuotas de mercado, los exportadores extranjeros que compiten con los productores nacionales no tradujeran plenamente las variaciones del tipo de cambio en modificaciones de sus precios) o del entorno de inflación más estable (que contribuiría a que se trasladaran solo los movimientos cambiarios más persistentes y de mayor magnitud)<sup>8</sup>.

La rebaja de una décima de la inflación media esperada en 2017 se explica porque algunos componentes han mostrado recientemente

8 Véase «Exchange rate pass-through into euro area inflation», *Economic Bulletin*, noviembre de 2016, BCE.

tasas de avance más reducidas de lo anticipado. En los dos años siguientes, las proyecciones de crecimiento del IPC no se ven modificadas como resultado de dos fuerzas de signo opuesto: en concreto, la mayor pendiente de la curva de precios del petróleo provoca una revisión al alza del componente energético que se ve contrarrestada por la ligera revisión de signo opuesto del IPSEBENE motivada por la apreciación del euro.

El crecimiento del producto seguirá sustentándose en el dinamismo de la demanda nacional, apoyada, a su vez, en la mejora de la posición patrimonial de los agentes privados de la economía y en la permanencia de condiciones financieras favorables. Aun manteniéndose elevada, la pujanza del gasto nacional tenderá, no obstante, a disminuir en el transcurso del horizonte de proyección, prolongando la tendencia ya observada en 2016, como consecuencia del desvanecimiento de los efectos derivados de los impulsos positivos a la renta de estos agentes con origen en la política fiscal o en el abaratamiento del petróleo. De modo análogo, aunque el comercio exterior de bienes y servicios continuará asimismo ejerciendo una aportación positiva en términos netos a la expansión del producto, se espera que esta sea menor en 2018 y 2019 que en los dos años anteriores, reflejando el efecto de la apreciación del tipo de cambio, la expectativa de una desaceleración progresiva del ritmo de crecimiento de los mercados exteriores, y una extrapolación prudente hacia el futuro del comportamiento, relativamente débil, de las importaciones en el pasado reciente.

El consumo privado continuará apoyándose en la robustez del proceso de creación de empleo. No obstante, aunque no se esperan cambios significativos en la productividad aparente del factor trabajo, la proyectada desaceleración del ritmo de avance del PIB conduciría a un menor aumento del empleo y, por tanto, a un menor avance de las rentas de las familias. La tasa de ahorro tendería a estabilizarse, tras el descenso reciente, y el buen comportamiento del empleo y la prevalencia de condiciones financieras propicias alentarán la prolongación de la senda de recuperación de la inversión residencial, aunque con desigual intensidad en las distintas zonas geográficas (véase recuadro 4).

Tras el patrón volátil mostrado en los últimos trimestres, condicionado por la introducción de modificaciones normativas en la imposición sobre sociedades en la parte final de 2016, el ritmo de expansión de la inversión empresarial evolucionará en consonancia con la senda de la demanda final, lo que implica una moderada desaceleración a lo largo del horizonte contemplado en este ejercicio de proyecciones. La magnitud de esta desaceleración será, no obstante, relativamente limitada en un contexto en que la financiación empresarial se verá facilitada por la continuación de una elevada generación de recursos internos, el saneamiento de los balances y la disponibilidad de financiación externa a coste reducido.

A lo largo del período de proyección se espera que las exportaciones continúen creciendo ligeramente por encima de las tasas de avance de los propios mercados a los que van destinadas, refle-

jando tanto las ganancias de competitividad frente al resto de la zona del euro acumuladas en los años pasados como las que se espera que se registren en el horizonte de proyección. Por su parte, el crecimiento proyectado de las importaciones es menor que el que dictaría su relación histórica con la demanda final, reflejando la incorporación del supuesto de que el ajuste competitivo de la economía ha comenzado a traducirse en una cierta sustitución de compras al exterior por producción nacional.

Como viene ocurriendo a lo largo de todo el período expansivo, el crecimiento del producto seguirá siendo muy intensivo en empleo, proceso al que contribuirá el moderado ritmo de avance de los costes laborales unitarios. Las tasas relativamente elevadas de generación de puestos de trabajo continuarán contribuyendo a la disminución de la tasa de paro, que, al final del horizonte de proyección, se situará por debajo del 13 % de la población activa.

Bajo los supuestos del ejercicio, la economía española continuará registrando una capacidad de financiación frente al resto del mundo, que, a lo largo del período considerado, se mantendría ligeramente por encima del 2 % del PIB, en un contexto en que, como se ha indicado, se espera que la demanda exterior neta siga ejerciendo una contribución positiva al avance del producto.

En el tramo final de este año, la evolución de la inflación, medida por la tasa de variación de los precios de consumo, se verá condicionada por la desaceleración del componente energético, a medida que vaya desapareciendo de la comparación interanual el impacto del aumento del precio del petróleo observado en la segunda mitad de 2016, lo que conducirá a la tasa de inflación general a valores muy reducidos al final de 2017 e inicios de 2018. En paralelo, se espera un gradual repunte de la tasa de crecimiento del IPSEBENE, a lo largo de todo el período considerado, en un contexto en que la prolongación de la recuperación hará que vaya aumentando el grado de utilización de los recursos productivos. No obstante, la aceleración de estos precios será gradual y modesta, en un contexto en que se espera que el ritmo de avance de los costes laborales unitarios aumente paulatinamente. Como resultado de todo ello, el IPSEBENE pasaría de crecer un 1,1 % en 2017 a hacerlo un 1,7 % en 2019, en tanto que el IPC se desaceleraría del 1,9 % en 2017 al 1,3 % en 2018, antes de repuntar al 1,6 % en 2019.

En cuanto a los riesgos que rodean a las proyecciones de crecimiento del PIB, en el plano interno, las tensiones políticas en Cataluña podrían afectar eventualmente a la confianza de los agentes y a sus decisiones de gasto y condiciones de financiación. En el ámbito externo, persisten ciertos focos de riesgo geopolítico que pueden llegar a suponer una amenaza para la recuperación de la economía global, a lo que se unen las incertidumbres acerca del desarrollo del proceso de salida del Reino Unido de la UE y de las políticas económicas en algunas economías avanzadas, como es el caso de las dudas en torno al curso futuro de la política fiscal estadounidense. En los mercados financieros, el entorno de liquidez abundante y de bajos niveles de volatilidad puede dar lugar a situaciones de ajuste abrupto en los precios de algunos activos,

con efectos negativos sobre las condiciones de financiación de los agentes. Asimismo, dada la elevada incertidumbre en torno a la evolución del tipo de cambio del euro y sus determinantes, así como su impacto final sobre la economía española, no es descartable que el efecto de esta variable sobre las proyecciones de este

ejercicio termine siendo superior a lo considerado en el escenario central. En general, los riesgos a la baja relativos al contexto exterior de la economía española que se han descrito tienden a conformar, asimismo, un entorno de riesgos para la evolución de los precios en la misma dirección.

---