

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2016-2019): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2016

Introducción

Este informe contiene los principales elementos de las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2016-2019 que forman parte de las previsiones para el conjunto del área del euro que el Banco Central Europeo dio a conocer el pasado 8 de diciembre¹. En comparación con las proyecciones para España referidas a los años 2016-2018 que el Banco de España publicó en su *Boletín Económico* de septiembre², las actuales incluyen por primera vez previsiones para 2019. Las proyecciones actuales incorporan los cambios observados hasta el 17 de noviembre en los supuestos técnicos y en las previsiones del entorno exterior (véase recuadro 1), así como en los supuestos fiscales, y la nueva información disponible hasta la fecha de cierre del ejercicio, que fue el 24 de noviembre. En particular, merece ser destacado que, por haberse adoptado más allá de la fecha de cierre de los supuestos, las proyecciones no incorporan las medidas presupuestarias aprobadas por el Consejo de Ministros el pasado 2 de diciembre.

La economía española ha mostrado una notable fortaleza en los últimos trimestres, apoyada en la reducción de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en la anterior fase de expansión y durante la crisis, la mejora de las condiciones financieras inducida por la política monetaria acomodaticia, la orientación expansiva de la política fiscal y los efectos desfasados del descenso en el precio del petróleo. Estos factores habrían amortiguado el posible impacto de la incertidumbre generada, a lo largo del año, por la prolongación hasta fechas recientes de la situación de interinidad del Gobierno de la nación y, a partir del verano, por la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE). De hecho, la información disponible apunta a que, en el tramo final de 2016, la actividad estaría mostrando un comportamiento algo más expansivo de lo previsto en septiembre. Asimismo, el crecimiento del PIB al inicio de 2017 podría ser también algo más dinámico en comparación con el proyectado hace tres meses.

A lo largo del período de proyección, se espera que continúe la fase de expansión de la economía, sustentada, entre otros factores, en el mantenimiento del estímulo monetario y en los avances registrados en los procesos de desendeudamiento de los agentes privados y de recuperación de competitividad exterior. La favorable evolución reciente no altera, sin embargo, las perspectivas de moderada desaceleración del ritmo de avance del producto a lo largo de la primera mitad de 2017, en un contexto en que la senda reciente del precio del petróleo limitará el poder de compra de las rentas de los agentes privados, el margen para abaratamientos adicionales en el coste del crédito es limitado y la política fiscal abandonará el tono expansivo de los dos últimos ejercicios. De esta forma, tras situarse en 2016 en el 3,2 % (tasa coincidente con la observada un año antes), el crecimiento medio del PIB se moderaría hasta el 2,5 % en 2017 (véase cuadro 1). En 2018 y 2019, el incremento del producto se situaría en el 2,1 % y el 2 %, respectivamente. En cuanto a los precios de consumo, se prevé que, tras registrar un retroceso del 0,3 % en 2016, el IPC aumente un 1,6 % en 2017, reflejando el notable repunte del componente energético y la moderada aceleración del IPSEBENE. En el bienio posterior, se esperan avances en términos de las tasas medias anuales del IPC del 1,5 % en 2018 y del 1,7 % en 2019, como consecuencia de la trayectoria opuesta de los componentes energético, para el que, con la información disponible a fecha de cierre del ejercicio, se espera una ralentización

1 Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas para la zona del euro de diciembre de 2016*.

2 *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2016-2018)*.

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2015	Proyecciones de diciembre de 2016				Diferencia entre las proyecciones actuales y las realizadas en septiembre de 2016		
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
PIB	3,2	3,2	2,5	2,1	2,0	0,1	0,2	0,0
Consumo privado	2,9	3,1	2,1	1,5	1,5	-0,3	0,2	0,0
Consumo público	2,0	1,4	0,8	0,8	1,0	0,4	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	6,0	3,6	3,8	4,6	4,3	-0,5	-1,0	0,1
Inversión en bienes de equipo	8,8	5,7	5,1	5,7	5,0	-2,2	-1,6	0,1
Inversión en construcción	4,9	2,3	3,5	4,4	4,5	0,2	-0,7	0,0
Exportación de bienes y servicios	4,9	4,3	4,2	4,5	4,5	-1,0	-0,2	-0,2
Importación de bienes y servicios	5,6	3,2	3,7	4,6	4,7	-2,1	-1,1	-0,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,3	2,8	2,2	2,0	1,9	-0,3	-0,1	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0
PIB nominal	3,7	3,7	3,4	3,7	3,9	0,3	0,1	0,0
Deflactor del PIB	0,5	0,5	0,9	1,6	1,8	0,2	-0,1	0,0
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,5	-0,3	1,6	1,5	1,7	0,0	0,1	-0,1
IPSEBENE	0,6	0,8	1,0	1,4	1,8	-0,1	-0,3	-0,3
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,6	-0,4	1,5	1,5	1,7	0,0	0,0	-0,4
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	3,0	3,0	2,3	1,8	1,7	0,1	0,3	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	20,9	18,5	17,0	15,6	14,5	-0,5	-0,8	-1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Datos medios	22,1	19,6	17,7	16,3	15,0	-0,2	-0,6	-0,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,0	2,3	2,1	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-5,1	-4,4	-3,6	-3,2	-2,8	0,6	0,0	-0,1

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de noviembre de 2016. En particular, no se incluyen los acuerdos en materia presupuestaria adoptados por el Consejo de Ministros de 2 de diciembre.

significativa, en línea con la evolución esperada del precio del petróleo en los mercados de futuros, y no energético, que seguiría repuntando gradualmente, a medida que disminuya la holgura cíclica de la economía³.

Actividad y empleo

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, se espera que el crecimiento del producto siga sustentándose en el gasto doméstico, si bien la contribución de la demanda exterior neta sería también positiva, aunque decreciente, a lo largo del horizonte de proyección. Entre los componentes de la demanda nacional, se prevé que el consumo de los hogares continúe mostrando ritmos de avance relativamente elevados en el período considerado. La evolución de este componente de gasto se apoyará, entre otros factores, en la prolongación del actual proceso de intensa generación de puestos de trabajo, en un contexto en que la evidencia disponible señala que, dado un determinado aumento de su renta, los hogares gastan una proporción muy superior de dicho aumento si este procede de la creación de empleo que si tiene su origen en un incremento de su salario real⁴.

3 La senda de las tasas de variación medias anuales del IAPC, indicador armonizado de los precios de consumo en los distintos países del área a partir del cual se define el objetivo de la política monetaria, es del -0,4 %, 1,5 %, 1,5 % y 1,7 % en cada uno de los cuatro años del horizonte de proyección.

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

Asimismo, la mejora de los balances de estos agentes, debida al incremento del valor de su riqueza no financiera y al proceso de progresivo desendeudamiento, contribuirá a la recuperación de su capacidad de gasto. No obstante, el ritmo de avance del consumo será inferior, a partir de 2017, al observado en el pasado bienio, como consecuencia del cese de los impulsos positivos sobre sus rentas reales que se derivaron de las caídas de precios del petróleo y de las rebajas en la imposición directa. De este modo, tras un avance del 3,1 % este año, se proyecta una desaceleración del consumo privado hasta el 2,1 % en 2017 y el 1,5 % en los dos años siguientes.

La recuperación de la inversión residencial seguirá viéndose estimulada por la evolución favorable del mercado de trabajo y de las condiciones de financiación aplicadas tanto a la adquisición de vivienda por parte de los hogares como a su promoción y construcción por parte de las empresas del sector. Con este trasfondo, se espera que las cifras de iniciaciones y de transmisiones de viviendas continúen registrando aumentos sostenidos. Esta evolución determinará una moderada aceleración de este componente de la demanda, cuya intensidad se verá, no obstante, limitada por el reducido ritmo de aumento del número de hogares previsto.

La inversión empresarial moderaría ligeramente su dinamismo a lo largo del período de proyección, en línea con el comportamiento algo menos expansivo de la demanda final, en un entorno en el que no se prevé que la disponibilidad de financiación ni su coste supongan un obstáculo al gasto de las sociedades no financieras. En efecto, la prolongación de la orientación expansiva de la política monetaria favorecerá el acceso de las empresas a la financiación ajena a un coste reducido, tanto a través del crédito como de la emisión de valores, impulsada, en este caso, por el programa de compra de deuda corporativa por parte del Eurosistema. Además, el notable crecimiento reciente del ahorro empresarial permite que los recursos propios puedan seguir desempeñando un papel relevante entre las fuentes de financiación de los proyectos de inversión. Finalmente, el proceso inversor se verá también facilitado por el descenso de los niveles de endeudamiento del sector y el saneamiento de los balances empresariales. En este entorno de acumulación de activos líquidos por parte de las empresas y de facilidad para el acceso a financiación ajena a coste reducido, se prevé que el impacto sobre el gasto empresarial del adelantamiento de los pagos a cuenta del impuesto sobre sociedades, adoptado en el tramo final de este año, sea reducido.

Tras la ralentización observada en 2016, se espera que, a lo largo del período de proyección, tenga lugar un fortalecimiento del crecimiento de los mercados de exportación de España, que, desde el punto de vista geográfico, se concentraría en algunas regiones ajenas al área del euro, tales como Asia y Latinoamérica. En este contexto, las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos continuarían creciendo por encima de las tasas de avance de los propios mercados, impulsadas por las ganancias de competitividad-precio acumuladas y por el aumento sostenido en la cifra de empresas exportadoras estables. En cuanto al turismo receptor, se prevé una moderación de sus tasas de crecimiento, tras el elevado ritmo de avance registrado en 2016 en un marco de repunte de las tensiones geopolíticas globales. En conjunto, se estima que las exportaciones totales podrían aumentar algo por encima del 4 % anual a lo largo de todo el horizonte de proyección. Por su parte, se espera que, tras la debilidad mostrada recientemente, los flujos de importaciones se aceleren moderadamente en el período considerado. No obstante, el crecimiento previsto es algo inferior al que se desprendería de la evolución de la demanda final, reflejando la evidencia reciente que apunta a una cierta sustitución de compras al exterior por producción nacional, que, de momento, sería de un orden de magnitud modesto.

La evolución proyectada de los flujos reales de comercio exterior, junto con el empeoramiento previsto de la relación real de intercambio provocado por el repunte del precio del petróleo, daría lugar a una ligera disminución del saldo positivo de la cuenta de bienes y servicios, que, en combinación con un pequeño aumento del déficit de rentas, originaría una moderación de la capacidad de financiación de la nación, desde el 2,3 % del PIB estimado en 2016 hasta el 1,8 % en 2019.

El empleo continuaría creciendo a tasas elevadas a lo largo del período de proyección, lo que, en parte, refleja que el aumento del valor añadido está recayendo más que proporcionalmente sobre ramas muy intensivas en mano de obra, como suele ser habitual en la economía española durante fases de recuperación como la actual. En todo caso, puesto que se proyecta una desaceleración de la actividad, el ritmo de creación de puestos de trabajo sería también inferior al del último bienio. En un entorno en el que se espera que la población activa comience a registrar aumentos solamente hacia el final del horizonte de proyección, el crecimiento contemplado del empleo conduciría a descensos continuados de la tasa de paro, hasta situarse por debajo del 15 %.

De acuerdo con los supuestos fiscales comentados, que no incluyen las decisiones en materia presupuestaria aprobadas a principios de diciembre de este año, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) se reduciría hasta el 4,4 % del PIB este año y el 3,6 % en 2017, descendiendo en cuatro décimas más en cada uno de los dos últimos años del horizonte de proyección. Con respecto al ejercicio de proyecciones de septiembre, el déficit previsto en 2016 es menor, en seis décimas, lo que refleja, básicamente, los efectos de la reintroducción de los pagos mínimos a cuenta del impuesto de sociedades sobre el conjunto de los ingresos públicos.

En comparación con el ejercicio de previsión de septiembre, las proyecciones de crecimiento del PIB para 2016 y 2017 se han visto revisadas al alza en 1 y 2 décimas, respectivamente, como consecuencia de una mejor evolución reciente que la anticipada tres meses atrás, mejoría que se extendería también a los primeros meses de 2017. Los cambios observados desde septiembre en el conjunto de supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones son muy modestos, por lo que su impacto sobre las tasas de crecimiento esperado del producto es también muy reducido. En particular, el avance algo inferior de los mercados de exportación, el aumento de los tipos de interés a largo plazo y el ligero encarecimiento del petróleo se ven prácticamente compensados, en términos de sus efectos sobre la tasa de crecimiento del PIB, por una cierta aceleración de los precios de los competidores.

Precios y costes

Tras registrar descensos interanuales desde mediados de 2014, los precios de consumo, medidos por el IPC, comenzaron a mostrar tasas positivas a partir del pasado mes de septiembre como consecuencia del repunte del componente energético asociado a la trayectoria del precio del petróleo, a pesar de lo cual se espera que el año 2016 se cierre con un retroceso estimado del 0,3 % en términos de la media anual. Bajo los supuestos actuales referidos al precio del crudo, el aumento de la inflación de los bienes energéticos se intensificaría al inicio de 2017, lo que llevaría a un avance del IPC general que, entre los meses de febrero y abril, se situaría en el entorno del 2 %, perdiendo algo de impulso con posterioridad. En el conjunto del próximo año, los precios de consumo crecerían un 1,6 % en media anual, tasa muy similar a la que se observaría en los dos años siguientes. En el caso de la inflación subyacente, aproximada por la tasa de variación del IPSEBENE, se espera una modesta aceleración gradual como resultado de la disminución del grado de holgura de la economía y la aceleración de los costes laborales unitarios, en un marco en

el que tenderían a repuntar los incrementos salariales y se mantendrían ritmos reducidos de crecimiento de la productividad. Las tasas de variación del deflactor del PIB tenderían asimismo a aumentar progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, desde el 0,5 % en 2016 hasta el 1,8 % en 2019.

En comparación con las previsiones formuladas en septiembre, las proyecciones de inflación medidas por los precios de consumo apenas experimentan modificaciones. Ello es el resultado de revisiones de signo opuesto en el componente energético, cuyo mayor crecimiento se explica, en el corto plazo, por los incrementos del precio de la electricidad, el butano y el gas natural mayores de lo anticipado en las proyecciones anteriores, y en 2018 por la modificación al alza de la senda de precios del petróleo medidos en euros, y del IPSEBENE, como reflejo del menor aumento de estos precios en meses recientes con respecto a lo esperado.

Riesgos

Al igual que en las proyecciones presentadas en septiembre, se considera que los riesgos en torno al escenario central de evolución de la actividad presentan un balance negativo.

En el ámbito externo, en los últimos meses se han intensificado las incertidumbres acerca del rumbo de las políticas económicas globales —de modo singular por lo que respecta a la economía estadounidense—, lo que podría terminar repercutiendo negativamente en la economía mundial, a través, principalmente, de los mercados financieros y de los flujos comerciales mundiales. A pesar de que los tipos de interés mundiales a largo plazo siguen estando en niveles muy reducidos en comparación histórica, no se pueden descartar alzas adicionales a las registradas en el período más reciente, lo que podría conducir a un ajuste en los precios de otros activos financieros y a la concreción de los riesgos latentes en algunas economías emergentes, especialmente en aquellas que presentan un mayor grado de dependencia financiera frente al exterior. Dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM), además de la incertidumbre generada por las diversas citas electorales nacionales próximas, cabe destacar la derivada de la negociación pendiente para la salida del Reino Unido de la UE y, en particular, las dudas sobre la configuración futura de la relación entre las dos áreas.

En el ámbito interno, la constitución de un nuevo Gobierno de la nación ha comenzado a disipar las incertidumbres acerca del curso futuro de las políticas económicas. En el ámbito de la política fiscal, como se ha señalado, con posterioridad al cierre de la información para la elaboración de estas proyecciones, el Gobierno aprobó un real decreto-ley que contiene un conjunto de medidas de consolidación presupuestaria. En este contexto, y a falta de que se conozcan los presupuestos de las distintas AAPP para 2017, la orientación de la política fiscal para el año próximo se tornaría contractiva, frente al tono neutral considerado en estas proyecciones, lo que podría llevar aparejado un menor dinamismo de la actividad en el corto plazo. Al mismo tiempo, la reanudación del proceso de consolidación presupuestaria resulta prioritaria para reducir las vulnerabilidades de la economía española ante eventuales cambios en las condiciones de financiación de los mercados internacionales, vulnerabilidades que se encuentran ligadas principalmente al elevado nivel de déficit y de endeudamiento público y a las cuantiosas necesidades financieras del conjunto de la nación frente al exterior. La incertidumbre, sin embargo, es mayor en relación con la agenda de reformas estructurales necesarias para dinamizar el ritmo de avance de la productividad y el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y de factores productivos. En este sentido, la aprobación temprana de medidas orientadas en esa dirección tendería a favorecer el crecimiento de la actividad y a paliar la vulnerabilidad de la economía ante perturbaciones externas. En la dirección opuesta, la fortaleza mostrada recientemente por la demanda interna ilustra la posibilidad de que la inercia de

la actividad económica, relacionada con la robustez del proceso de creación de empleo y con la intensa traslación de los estímulos monetarios a las condiciones de financiación de los sectores residentes, puedan hacer que el PIB muestre mayor dinamismo del proyectado en el corto plazo.

Los riesgos de desviación con relación a las proyecciones de inflación se inclinan asimismo a la baja, fundamentalmente como consecuencia de una eventual concreción de las contingencias desfavorables para la actividad que se han descrito. En sentido contrario, cabe la posibilidad de que el repunte que se ha observado recientemente en el componente energético de la inflación dé lugar a un impacto más elevado y persistente sobre los precios de consumo de otros bienes y servicios que el considerado en el escenario central. Además, los supuestos acerca del precio del petróleo sobre los que se condicionan las proyecciones no incluyen el impacto alcista del acuerdo que los países de la OPEP alcanzaron el 30 de noviembre para restringir el volumen de producción de esta materia prima, dado que esa fecha es posterior a la del cierre del escenario central de las proyecciones.

14.12.2016.

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés y de los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre, que, como se ha indicado, fue el pasado 17 de noviembre (de modo que no se recoge la evolución de los mercados en las jornadas comprendidas entre ese día y la fecha de publicación de este informe). En concreto, el precio del petróleo se situaría en el promedio de 2016 en un nivel de 43,1 dólares por barril, y aumentaría en los siguientes años hasta alcanzar, en 2019, los 54,6 dólares, lo que, en comparación con las previsiones anteriores, supone una modesta revisión a la baja en 2017 y al alza en 2018.

La trayectoria esperada del tipo del euríbor a tres meses comporta un repunte algo más acusado a lo largo del horizonte de proyección que el considerado en el ejercicio de septiembre, si bien dicho aumento es inferior al registrado en la curva del tipo de interés de la deuda pública a diez años. En concreto, en el presente ejercicio de proyecciones se espera que este último se sitúe en 2017 y 2018 en media, en el 2,2 % y 2,5 %, respectivamente, en ambos casos 6 décimas por encima de los niveles previstos en septiembre. Con todo, se prevé que el coste del crédito recibido por hogares y empresas permanezca en niveles reducidos a lo largo del período de proyección, aunque experimentaría

un cierto repunte —como reflejo del observado en los tipos del euríbor—, que, no obstante, será modesto, pues el coste de financiación de las entidades de crédito continuará siendo reducido como consecuencia del mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria.

Tras el avance de los mercados de las exportaciones españolas en 2016, estimado en el 1,9 %, se proyecta una intensificación de su crecimiento, hasta alcanzar el 3,2 % en 2017 y el 3,7 % tanto en 2018 como en 2019. Estas tasas implican una pequeña revisión a la baja en el próximo bienio en relación con el ejercicio de septiembre, que sería atribuible, sobre todo, al menor aumento esperado de las importaciones con origen en algunos países miembros del área del euro. Por su parte, se prevé que los precios de los competidores, expresados en euros, avancen a un ritmo algo superior al esperado hace tres meses, como consecuencia principalmente de la moderada depreciación experimentada desde entonces por la moneda de la UEM frente a un conjunto amplio de divisas.

Los supuestos sobre la política fiscal para 2016 descansan sobre las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas (AAPP) para este año y sobre los datos disponibles relativos a su ejecución hasta la fecha de cierre del

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2015	Proyecciones de diciembre de 2016				Diferencia entre las proyecciones actuales y las realizadas en septiembre de 2016		
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Entorno internacional								
Producto mundial	3,1	2,9	3,3	3,4	3,5	0,0	-0,1	-0,1
Mercados mundiales	1,9	1,5	3,2	3,9	4,0	0,0	-0,1	0,0
Mercados de exportación de España	3,2	1,9	3,2	3,7	3,7	0,2	-0,1	-0,3
Precio del petróleo en dólares (nivel)	52,4	43,1	49,3	52,6	54,6	-0,4	-0,9	1,8
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,11	1,09	1,09	1,09	-0,01	-0,03	-0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,0	113,9	113,2	113,2	113,2	-0,3	-1,4	-1,4
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (b)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (b)	1,7	1,5	1,9	2,2	2,5	0,1	0,6	0,6

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a** Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 17 de noviembre 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 ellos, 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.

ejercicio de previsión. Además, se ha incorporado el cambio normativo aprobado en octubre relativo a la reinstauración de unas cuantías mínimas para los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades, con un impacto directo de mayor recaudación de unos 8 mm en el último trimestre del año, según las estimaciones oficiales disponibles. Con respecto a 2017, como se ha señalado, en la fecha de cierre de la información relativa a los supuestos utilizada en la elaboración de estas proyecciones todavía no se había puesto en marcha el ciclo presupuestario de las distintas AAPP. En consecuencia, no se han tenido en cuenta en la previsión, por haberse adoptado más allá de la fecha de cierre, los acuerdos del Consejo de Ministros del 2 de diciembre, relativos a la remisión a las Cortes de los objetivos de estabilidad presupuestaria, la aprobación del techo de gasto no financiero para el Estado, así como un conjunto detallado de medidas correctivas¹. En este contexto, de acuerdo con la metodología adoptada por el

1 Estas medidas afectan a ámbitos tales como el impuesto de sociedades, impuestos especiales, cotizaciones sociales, impuesto sobre el patrimonio, impuesto sobre bienes inmuebles, lucha contra el fraude y mejora de gestión tributaria. En todo caso, no se dispone de un borrador de Presupuestos Generales del Estado para 2017, lo que introduce un elevado grado de incertidumbre acerca de la formulación concreta que adoptará la política presupuestaria del conjunto de AAPP.

Eurosistema, en las proyecciones actuales se ha optado, al igual que en las publicadas en septiembre, por elaborar un escenario que implique asumir un tono neutral de la política fiscal en 2017-2019, tras la orientación expansiva de 2016 (período para el que se estima un deterioro del saldo estructural primario cercano a 1 pp del PIB, similar al estimado para 2015)².

En conjunto, el impacto neto de las modificaciones en los distintos supuestos sobre el ritmo de avance del PIB, con respecto a los empleados en septiembre, es aproximadamente neutro. Por su parte, la repercusión de esos cambios en los supuestos sobre la tasa de inflación presenta un signo positivo, especialmente en 2018, como consecuencia de la revisión al alza de la senda del precio del petróleo.

2 En concreto, la hipótesis de mantenimiento de un tono neutral en 2017-2019 se materializa en asumir que las partidas del presupuesto sujetas a un mayor grado de discrecionalidad (por ejemplo, consumos intermedios o inversión pública) evolucionarán en línea con las proyecciones de crecimiento tendencial (nominal) de la economía. Al margen de este supuesto, las previsiones de ingresos públicos y la dinámica subyacente de algunas partidas de gasto, como la dedicada al pago de prestaciones por desempleo, derivan del cuadro macroeconómico previsto. Asimismo, se realizan estimaciones propias de las tendencias demográficas, con impacto sobre el gasto en pensiones, y de la carga de intereses de la deuda.