

Este recuadro actualiza las proyecciones macroeconómicas para 2016 publicadas por el Banco de España en diciembre del pasado año. La actualización incorpora las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) y los efectos de los cambios observados en los supuestos externos entre el 11 de diciembre y el 22 de marzo, fechas de cierre de la recogida de información en el ejercicio precedente y en el actual, respectivamente (véase cuadro 1)<sup>1</sup>. Además, por primera vez se publican proyecciones referidas al año 2017.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, la fase expansiva del producto de la economía española continuará el próximo bienio, con un crecimiento del PIB que se situaría en el 2,7% este año y se desaceleraría gradualmente hasta el 2,3% en 2017, a medida que pierdan fuerza algunos elementos que, con carácter transitorio, han venido impulsando la actividad en el período reciente, como las recientes bajadas del precio del petróleo y los estímulos presupuestarios introducidos en el último año (véase cuadro 2). En el ámbito de los precios, se estima que, tras registrar un retroceso del 0,1% en 2016, el IPC podría crecer un 1,6% el próximo año, reflejando la trayectoria del precio del crudo y un repunte modesto y gradual de la inflación subyacente.

En comparación con las previsiones publicadas en diciembre, los principales cambios en los supuestos externos referidos a 2016

incluyen una disminución de unos 5 dólares en el precio del barril de petróleo, según la senda observada en los mercados de contado y de futuros de esta materia prima. El crecimiento de los mercados de las exportaciones españolas se revisa a la baja como consecuencia, principalmente, del deterioro de las perspectivas de evolución de los mercados emergentes, permaneciendo prácticamente sin cambios el crecimiento esperado de las importaciones realizadas por el conjunto de países del área del euro. Por otro lado, se estima que los precios de los competidores se reducirán moderadamente este año con respecto a la proyección efectuada en diciembre, lo que responde, en parte, a la revalorización experimentada desde entonces por el euro frente a una cesta amplia de monedas. Por su parte, el supuesto realizado acerca de la evolución de las cotizaciones bursátiles en este año comporta un descenso cercano al 20%, reflejando el retroceso observado desde diciembre. Finalmente, el coste de la financiación bancaria recibida por hogares y empresas no financieras será inferior al proyectado en las anteriores previsiones en aproximadamente 0,1 pp, lo que refleja la revisión a la baja de las sendas de tipos de interés del euríbor y de la deuda pública a diez años, de acuerdo con las expectativas implícitas en la curva de rendimientos.

En un contexto de notable incertidumbre acerca del curso futuro de la política presupuestaria, las proyecciones macroeconómicas dependen crucialmente de los supuestos realizados al respecto. El recuadro 2 detalla los supuestos acerca de la política fiscal para el bienio 2016-2017 sobre los que se asienta este ejercicio de proyección.

Frente al ejercicio de diciembre, la previsión de crecimiento del PIB para este año se ve modificada a la baja ligeramente —en

1 La evolución proyectada de los mercados de exportación de España es la recogida en las [proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016](#) elaboradas por los expertos del BCE con los datos disponibles hasta el 15 de febrero.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2015	Proyección actual		Diferencias con proyección de diciembre de 2015	
		2016	2017	2015	2016
<b>Entorno internacional</b>					
Producto mundial	2,9	3,0	3,5	0,0	-0,3
Mercados mundiales	1,8	2,8	4,2	0,3	-0,7
Mercados de exportación de España	2,8	3,1	4,5	0,4	-0,2
Precio del petróleo en dólares (nivel)	52,5	40,2	45,7	-0,1	-5,2
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,11	1,11	0,00	0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,0	113,4	113,6	0,1	2,6
Índice General de la Bolsa de Madrid (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	107,2	84,6	81,9	-0,2	-16,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	1,7	1,6	1,9	0,0	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 22.3.2016.

b Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

una décima—, en un contexto en el que los resultados de la CNTR del cuarto trimestre de 2015 fueron muy similares a los proyectados. Asimismo, la información coyuntural más reciente ha tendido a corroborar las proyecciones realizadas entonces para el primer trimestre, que comportan una leve desaceleración del ritmo de avance del producto al inicio del año. De este modo, la revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB en 2016 viene motivada por los cambios en los supuestos externos considerados en su conjunto. En concreto, las principales modificaciones de estos supuestos, con un impacto negativo sobre la actividad, incluyen el empeoramiento del comportamiento esperado de los mercados exteriores, la apreciación del tipo de cambio del euro y el retroceso de las cotizaciones bursátiles. Estos efectos se ven solo parcialmente contrarrestados por las consecuencias positivas para la actividad de la reciente caída de los precios del petróleo y de otras materias primas y de la relajación adicional de las condiciones financieras.

Se espera que la expansión del producto durante el período de proyección siga apoyándose, como viene ocurriendo a lo largo de los dos últimos años, en la pujanza de la demanda nacional.

Por su parte, la demanda exterior neta continuaría realizando una aportación negativa al crecimiento del PIB, aunque de magnitud más reducida que en 2015. Entre los componentes de la demanda nacional, se prevé que el consumo de los hogares mantenga un vigor elevado, apoyado en la prolongación de la fortaleza del proceso de creación de empleo y en los mencionados efectos expansivos de carácter transitorio sobre la renta disponible; en particular, los derivados de la caída del precio del petróleo. El impacto de estos efectos temporales alcanzará su máxima intensidad en el corto plazo, lo que explica la desaceleración de este componente de la demanda a lo largo del período de proyección. En concreto, tras el crecimiento del 2,9% este año, se proyecta un aumento de este componente de la demanda del 2% en 2017.

Junto con las condiciones de financiación favorables, la creación de empleo favorecerá también la continuación del proceso de paulatina recuperación de la inversión residencial. En un contexto en el que las necesidades de nuevas viviendas seguirán siendo moderadas, en línea con la evolución demográfica, cabe esperar que el repunte sea gradual, como se desprende también de la evolución reciente de las cifras de visados y de las de compraventas.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	2015	Proyección		Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2015	
			2016	2017	2015	2016
PIB	1,4	3,2	2,7	2,3	0,1	-0,1
Consumo privado	1,2	3,1	2,9	2,0	0,0	-0,3
Consumo público	0,0	2,7	1,0	0,5	0,2	0,6
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,4	5,0	5,4	0,2	-0,4
Inversión en bienes de equipo	10,5	10,2	8,3	7,3	0,4	-0,3
Inversión en construcción	-0,2	5,3	3,5	4,9	-0,2	-0,7
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,4	4,4	5,2	-0,4	-0,3
Importación de bienes y servicios	6,4	7,5	5,3	5,9	0,0	-0,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b)	1,6	3,7	2,9	2,4	0,1	-0,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
PIB nominal	1,0	3,8	3,4	3,4	-0,2	-0,3
Deflactor del PIB	-0,4	0,6	0,7	1,0	-0,2	-0,2
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	-0,1	1,6	0,0	-0,8
IPSEBENE	0,0	0,6	1,1	1,4	—	—
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,1	3,0	2,3	1,9	0,0	-0,1
Tasa de paro (% de la población activa)	24,4	22,1	20,3	18,9	—	—
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,6	2,1	1,9	1,5	0,1	0,3
Capacidad(+) / necesidad(−) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-5,9	-5,2	-4,4	-3,4	—	—

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: 31.3.2016.

b Diferencia, a un decimal, entre el crecimiento del PIB y la contribución de la demanda exterior neta.

La inversión empresarial continuará experimentando aumentos elevados, aunque inferiores a los observados en 2015, dada la suavización del comportamiento expansivo de la demanda final, en un contexto en el que se proyecta que los costes de la financiación ajena permanezcan en niveles muy reducidos. La atenuación del ritmo de avance será más marcada en el caso de las otras construcciones que en el de la inversión en equipo, pues el primero de estos dos agregados se verá afectado adicionalmente por la proyectada ralentización de la inversión pública.

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, inferiores a los proyectados en diciembre, en línea con la moderación del dinamismo de los mercados exteriores y con la apreciación cambiaria del euro, que limita las ganancias de competitividad. En 2017 se estima que las ventas al resto del mundo muestren un comportamiento algo más expansivo. La evolución de las exportaciones por áreas reflejaría no solo las diferencias cíclicas entre ellas, sino también la trayectoria del tipo de cambio frente a las correspondientes monedas. Así, la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos se espera que muestre tanto el vigor de la demanda interna de esa economía como la depreciación cambiaria frente al dólar, mientras que, por el contrario, la debilidad de las que tienen por destino las economías emergentes se deberá no solo a su evolución cíclica menos favorable, sino también a la pérdida de valor de las monedas de estos países. Con respecto a las importaciones, se prevé que se comporten en línea con la demanda final. En particular, el perfil de las compras al exterior seguirá al de las exportaciones, dado que es esta variable la que marca la senda de la demanda final a lo largo del horizonte de proyección. En cualquier caso, no se esperan cambios sustanciales con respecto al patrón observado desde el inicio de la crisis, caracterizado por una limitada sustitución de importaciones por producción nacional.

En 2016 se proyecta que la capacidad de financiación de la nación alcance el 1,9 % del PIB. Esta cifra supera en tres décimas a la esperada en diciembre, lo que se explica por el abaratamiento de la factura energética y por el alivio de la carga de intereses asociado a la mejora de las condiciones de financiación exterior. En paralelo a estos factores, se prevén aumentos en los saldos de las balanzas comercial y de rentas con respecto a la proyección anterior. La magnitud del superávit de la cuenta del resto del mundo se moderaría en 2017 al repuntar el precio del crudo, de acuerdo con el supuesto técnico utilizado, basado en las cotizaciones en los mercados de futuros.

El crecimiento del empleo continuará viéndose impulsado por el dinamismo de la actividad, a pesar del leve repunte estimado para los costes laborales como resultado de que el avance esperado en la remuneración es superior al de la productividad de este factor. Se prevé que la creación de puestos de trabajo conduzca a descensos adicionales de la tasa de paro, que se situaría algo por encima del 18 % de la población activa al final del horizonte de proyección.

Los precios de consumo mostrarán, bajo los supuestos del ejercicio, tasas de variación negativas hasta el final del verano, lo que daría lugar a un retroceso del 0,1 % en el promedio anual. El repunte posterior, fundamentalmente asociado a la estabilización esperada en tasa interanual del precio del petróleo, conduciría a un avance del 1,6 % en la media de 2017. Con el trasfondo del comportamiento expansivo del gasto de los hogares y del cierre de la brecha de producción, se espera que el IPSEBENE experimente una aceleración gradual, cuya magnitud sería modesta (véase recuadro 6). El perfil de aceleración de los precios de consumo se observaría también en términos del deflactor del PIB, para el cual se proyectan crecimientos medios del 0,7 % y del 1 %, respectivamente, en 2016 y 2017.

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 las proyecciones. Esta aproximación otorgaría una probabilidad inferior al 5 % a caídas del PIB hacia el final del horizonte de proyección, mientras que la probabilidad de que el IPSEBENE registre tasas negativas a lo largo del próximo bienio es marginal de acuerdo con las desviaciones en las previsiones pasadas.

Esta metodología proporciona intervalos de confianza simétricos, ignorando que, en cada momento, pueden ser más prevalentes los riesgos en una determinada dirección. En concreto, en esta ocasión, los riesgos en torno al escenario central de crecimiento del producto que se ha descrito presentan un balance más negativo que en diciembre.

En primer lugar, desde el punto de vista del contexto exterior, persisten las incertidumbres acerca de la evolución de la economía global, que son particularmente elevadas en el caso de algunas economías emergentes. Una mayor desaceleración en aquellas que son demandantes de materias primas podría provocar descensos adicionales de los precios de estos bienes, dañando la actividad en los países productores e intensificando las tensiones en algunos mercados financieros, con posibles efectos de arrastre sobre otras economías, incluida la española. Además, el aumento de las tensiones geopolíticas constituye una fuente de riesgo adicional para el entorno internacional.

Por otro lado, en el ámbito interno, la actual situación de incertidumbre política, en relación con el proceso de formación del Gobierno de la nación, introduce dudas acerca del curso futuro de las políticas económicas, que pueden tener un efecto adverso sobre las decisiones de los agentes en el corto plazo. En la medida en que esta incertidumbre abarca ámbitos diferentes, como la política presupuestaria o la agenda de reformas, estimar su impacto macroeconómico y, especialmente, su distribución temporal resulta extraordinariamente complejo. En el terreno fiscal, la desviación del déficit con respecto a los planes presupuestarios observada en 2015 pone en evidencia la necesidad de priorizar la culminación del proceso de consolidación fiscal para mantener la confianza.

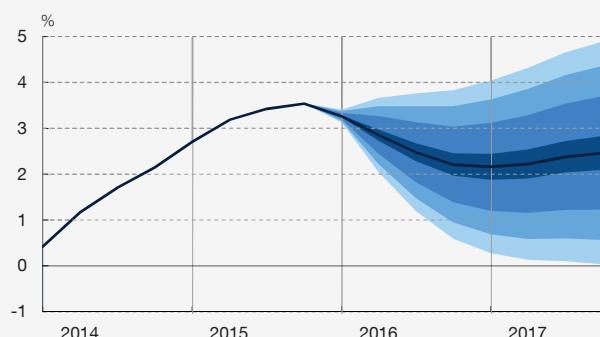
La adopción de medidas presupuestarias adicionales a las consideradas en el escenario central de estas proyecciones podría alterar el perfil de crecimiento del producto, comportando costes en el corto plazo y generando beneficios, en términos de las ganancias de confianza correspondientes, que solo se harían totalmente visibles transcurrido un tiempo. Por otra parte, la materialización de los efectos positivos de las reformas estructurales en el funcionamiento de los mercados y las instituciones normalmente conlleva lapsos temporales que pueden llegar a ser amplios. Por ello, resulta conveniente evitar retrasos en la aplicación de las reformas todavía necesarias.

En el terreno de la inflación, los riesgos de desviación también presentan un balance a la baja. En concreto, una desaceleración

más pronunciada de lo anticipado hasta ahora de algunas economías emergentes podría generar un impacto desinflacionario adicional generalizado. Un escenario de estas características es más probable si el reciente empeoramiento en las perspectivas de crecimiento global viene acompañado de depreciaciones cambia-rias en estas economías y de retrocesos adicionales en la demanda y los precios de las materias primas. En la dirección opuesta, es probable que las decisiones recientes del BCE contribuyan a un comportamiento más expansivo de los precios de consumo en comparación con el escenario central, a través de su impacto positivo sobre la demanda agregada y la reducción de la probabilidad de que se materialice un escenario deflacionario, con caídas persistentes y generalizadas en los precios.

#### PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y DE INFLACIÓN PARA ESPAÑA

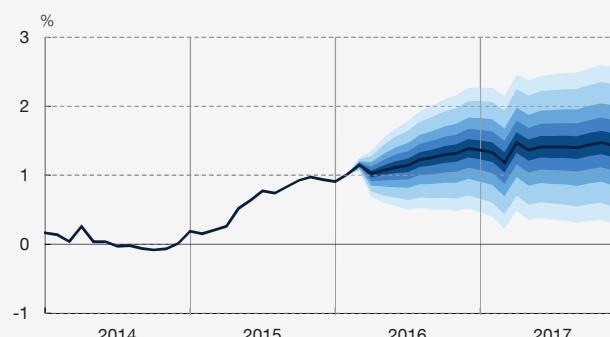
Gráfico 1  
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanuales



Probabilidad de que el PIB o el IPSEBENE se sitúen dentro del intervalo (a)

■ 20 % ■ 40 % ■ 60 % ■ 80 % ■ 90 %

Gráfico 2  
IPSEBENE  
Tasas de variación interanuales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
Último dato observado: cuarto trimestre de 2015 en el PIB y febrero 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.