

Este recuadro describe los rasgos que destacan en mayor medida de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las anteriores, que fueron publicadas el pasado 14 de diciembre<sup>1</sup>, las proyecciones actuales incorporan las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el cuarto trimestre de 2018, así como también los cambios en los supuestos técnicos que se derivan de la información recogida entre ambos ejercicios (véase cuadro 1)<sup>2</sup>.

Las proyecciones anticipan una prolongación de la fase expansiva de la economía española a lo largo del trienio 2019-2021 (véase cuadro 2). Esta evolución esperada se apoya en el mantenimiento de los factores de soporte que vienen sustentando el crecimiento

desde el comienzo de la recuperación, que incluyen, en particular, las mejoras competitivas alcanzadas desde el inicio de la crisis, el reforzamiento de la situación patrimonial de empresas, familias e instituciones financieras y el tono acomodaticio de la política monetaria. A ello cabe añadir, en el corto plazo, la prolongación de la orientación expansiva de la política presupuestaria. Esta combinación de factores permitiría que la economía siga expandiéndose a ritmos sensiblemente superiores a su tasa potencial, lo que favorecería que continúen absorbiéndose los elevados volúmenes de desempleo generados con la crisis.

No obstante, el dinamismo de la actividad tendería a moderarse a lo largo del horizonte de proyección. En términos de las tasas medias anuales, tras el 2,5 % de 2018, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,2 % en 2019 y en el 1,9 % y el 1,7 % en cada uno de los dos años siguientes. Por lo que respecta a 2019, la desaceleración refleja, fundamentalmente, el empeoramiento del contexto exterior, que viene afectando negativamente a las exportaciones desde 2018 y que en el corto plazo contribuiría, a través de su impacto sobre la incertidumbre, a un cierto debilitamiento de la demanda privada (en particular, de la inversión empresarial).

Más allá del corto plazo, diversos factores explican la proyectada moderación del ritmo de avance de la actividad. En primer lugar,

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2018.**
- 2 Las proyecciones de diciembre de 2018 estaban basadas en la información disponible hasta el 21 de noviembre. En el ejercicio actual, la fecha de cierre es el 7 de marzo, excepto para los datos referidos a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que se han tomado de las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019**, que emplean información hasta el 12 de febrero.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de marzo de 2019				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2018 (b)		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Entorno internacional</b>							
Producto mundial	3,5	3,3	3,4	3,3	-0,1	0,0	0,0
Mercados de exportación de España	3,1	2,7	3,6	3,3	-0,6	-0,2	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	64,9	64,4	62,8	-2,7	-2,4	-3,1
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,14	1,14	1,14	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	121,5	117,7	117,6	117,6	-0,3	-0,3	-0,3
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,4	1,3	1,5	1,8	-0,6	-0,6	-0,6

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 7 de marzo de 2019. 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 dichos precios, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

aunque la política monetaria seguirá presentando un carácter expansivo, los efectos sobre la tasa de crecimiento del PIB del conjunto de las medidas puestas en marcha en los últimos años en este ámbito se irían atenuando progresivamente. La convergencia hacia un tono más neutral de la política monetaria sería, en todo caso, notablemente más gradual de lo anticipado hace tres meses, como refleja la revisión a la baja de la senda esperada por los mercados para los tipos de interés a corto plazo, que en parte es consecuencia de las acciones desarrolladas por el BCE para guiar las expectativas de los agentes y, en particular, de las decisiones adoptadas el pasado 7 de marzo por su Consejo de Gobierno<sup>3</sup>.

Asimismo, aunque las medidas fiscales de carácter expansivo aprobadas desde mediados del año pasado apoyarán el crecimiento en el corto plazo, a horizontes más amplios se asume, dada la ausencia de planes presupuestarios, un tono fiscal neutral. Por último, la proyección incorpora el supuesto de que, dado el contexto actual, caracterizado por el mantenimiento de niveles relativamente elevados de incertidumbre y, sobre todo, por el reducido valor alcanzado, en comparación histórica, por la tasa de ahorro, los hogares adoptarán una actitud algo más cauta hacia sus decisiones de gasto. Ello se traduce en una cierta moderación del dinamismo del consumo.

3 Véanse el recuadro 4 («Expectativas de mercado sobre el tipo de interés de referencia en el área del euro») y la sección 3.2 de este Informe.

En el ámbito de la inflación, se estima que el propio alargamiento de la fase expansiva, con tasas de crecimiento del producto

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2018	Proyecciones de marzo de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2018		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	2,5	2,2	1,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Consumo privado	2,4	2,0	1,7	1,4	0,1	0,2	0,1
Consumo público	2,3	1,8	1,3	1,2	0,2	0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	5,2	3,9	3,8	2,7	-0,8	0,3	-0,1
Inversión en equipo, intangibles y resto (b)	4,9	3,2	3,3	2,1	-1,8	-0,2	-0,6
Inversión en construcción	5,5	4,6	4,3	3,2	0,1	0,7	0,4
Exportación de bienes y servicios	2,2	3,3	4,0	3,8	-0,1	0,0	0,0
Importación de bienes y servicios	3,6	3,6	4,6	3,9	-0,4	0,5	0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	2,3	2,0	1,7	-0,1	0,1	0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,1
PIB nominal	3,5	3,6	3,5	3,5	-0,3	-0,2	-0,1
Deflactor del PIB	0,9	1,4	1,6	1,8	-0,4	-0,1	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	1,2	1,5	1,6	-0,4	-0,1	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,0	1,1	1,5	1,7	-0,4	-0,2	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,5	1,6	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos de fin de período	14,4	14,0	12,8	12,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,3	14,2	13,2	12,3	-0,1	-0,1	-0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,2	1,1	0,8	0,7	0,3	0,1	0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,7	-2,5	-2,0	-1,8	-0,1	0,0	0,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2018.

a Fecha de cierre de las predicciones: 13 de marzo de 2019.

b Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

observado superiores a las del producto potencial, dará lugar a una ampliación gradual de la brecha de producción positiva y, por tanto, a un repunte de la inflación subyacente, medida a través del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) sin alimentos ni bienes energéticos. En concreto, la tasa de variación de este indicador se situaría, en términos de los promedios anuales, en el 1,1 %, el 1,6 % y el 1,8 %, respectivamente, en 2019, 2020 y 2021. La senda del IAPC general no es muy distinta, dado el comportamiento esperado del componente energético.

En comparación con las proyecciones precedentes, el cambio más relevante en los supuestos sobre los cuales se condicionan las previsiones, en términos de su impacto sobre las variables finales, es un cierto empeoramiento de las perspectivas acerca de la evolución de los mercados de exportación de España, que se refleja en una revisión a la baja de 0,9 puntos porcentuales (pp), en términos acumulados, del crecimiento de esta variable a lo largo del horizonte temporal considerado (véase cuadro 1). Frente al impacto negativo sobre la actividad que se desprende de esta revisión, otros cambios operan en la dirección opuesta. Por lo que se refiere al precio del petróleo, medido en dólares, se ha observado un cierto desplazamiento a la baja de la senda esperada, lo que favorece el crecimiento de las rentas de los agentes privados en términos reales. Por su parte, las trayectorias esperadas tanto de los tipos de interés en el mercado interbancario como de las rentabilidades de la deuda pública se han reducido desde la fecha de cierre de los supuestos de las proyecciones anteriores. De este modo, aunque sigue anticipándose una cierta elevación de los costes de financiación a lo largo del horizonte de proyección, esta es más modesta de lo anticipado hace tres meses.

En el ámbito de la política presupuestaria, los cambios en los supuestos son escasos. El 1 de enero se prorrogaron a 2019 los Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2018. La prórroga vino acompañada de varios reales decretos, y sigue en vigor tras el rechazo, el pasado 13 de febrero, por parte del Congreso, del Proyecto de PGE para 2019 presentado en enero. Los decretos incluyeron medidas relativas, en particular, a la actualización de las pensiones, el aumento de los salarios públicos, la subida de las bases de cotización (máximas, en un 7 %, y mínimas, por la subida del salario mínimo interprofesional) y las modificaciones del régimen de los trabajadores autónomos<sup>4</sup>. No obstante, solo las dos últimas medidas suponen novedades con respecto al ejercicio anterior de proyecciones, dado que las otras ya se habían anunciado antes de la fecha de cierre de la información y se incorporaron a tiempo. Asimismo, más recientemente, el Gobierno ha aprobado medidas expansivas adicionales, entre las que destacan la extensión del subsidio a desempleados mayores de 52 años y la extensión de la baja de paternidad hasta ocho semanas.

4 Además, en las proyecciones relativas a 2019 se ha incorporado el hecho de que una parte significativa del impacto de las modificaciones en el IRPF aprobadas en los presupuestos del pasado año no se haya observado aún en los datos de ejecución presupuestaria, a diferencia de lo esperado, por lo que su materialización se traslada al presente ejercicio.

Más allá de las medidas ya adoptadas, se ha optado, como en otros ejercicios de proyección recientes, por recurrir a la utilización de supuestos técnicos para obtener la senda esperada de las variables fiscales. Para las partidas de las cuentas de las AAPP sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública—, se asume que evolucionarán en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía, mientras que la trayectoria del resto de las rúbricas se vincula a la evolución de sus determinantes habituales. En particular, se parte del supuesto de que los ingresos públicos crecerán en línea con las bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para las partidas menos discrecionales de gasto se realizan supuestos de naturaleza análoga, incluyéndose además las medidas aprobadas recientemente mediante real decreto-ley. Como resultado, se asume que el gasto en pensiones evolucionará de forma acorde con los incrementos aprobados para 2019 y, posteriormente, en función de la fórmula de revalorización establecida en la legislación y del envejecimiento de la población. Por otro lado, las prestaciones por desempleo se vinculan a la evolución del paro, y los pagos por intereses de la deuda, a la evolución del endeudamiento público y de los costes de financiación<sup>5</sup>. De acuerdo con todos estos supuestos sobre la evolución de las variables presupuestarias y de acuerdo con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, la política fiscal presentaría un tono expansivo en 2019. El déficit público se reduciría ligeramente en 2019, hasta el 2,5 % (0,2 pp menos que en 2018), lo que supone una ligera revisión al alza, de 0,1 pp, con respecto a la previsión anterior, y de forma algo más intensa con posterioridad, hasta alcanzar el 1,8 % al final del horizonte de previsión.

Las proyecciones de las tasas medias de crecimiento anual del PIB no experimentan modificaciones con respecto a diciembre. Una causa fundamental que explica esta ausencia de revisiones viene dada por el hecho de que, considerados en su conjunto, los cambios que se han descrito en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones tienen un impacto aproximadamente neutral sobre la actividad. Además, por lo que respecta a 2019, existen factores de signo opuesto que se contrarrestan entre sí, lo que motiva adicionalmente que la proyección de crecimiento del PIB se mantenga en el 2,2 %. Por un lado, el cierre de 2018 fue algo más favorable de lo anticipado en las proyecciones anteriores. Además, la información de corto plazo indica que el dinamismo de la economía se habría mantenido en el primer trimestre de 2019, en el que el crecimiento del PIB podría haber sido del 0,6 %. Por otro lado, se espera que, en los trimestres centrales del año, la actividad muestre una menor fortaleza en comparación con las proyecciones de diciembre, como consecuencia de la prolongación de la

5 En las proyecciones de diciembre se había incorporado un aumento del gasto público en 2018 como consecuencia de una sentencia del Tribunal Supremo que anulaba la privatización de Aigües del Ter i Llobregat, efectuada en 2012. En la práctica, el aumento del gasto se ha contabilizado en el propio año 2012, lo que resulta en una disminución del gasto del año pasado. Por otro lado, se han excluido los ingresos derivados de la relicitación de las autopistas en quiebra, que antes se esperaba para 2019 y ahora ha quedado postergada.

debilidad de la economía del área del euro al inicio del año recogida en las recientes proyecciones del personal técnico del BCE<sup>6</sup>.

En cuanto al bienio 2020-2021, la ausencia de revisiones del crecimiento del producto se explica porque, en línea con estas proyecciones para la UEM, se supone que los factores que han motivado el debilitamiento de la actividad del área tienen una naturaleza predominantemente transitoria, por lo que dejarán de operar a partir de finales de este año, bajo el supuesto de que los principales focos de riesgo procedentes del contexto global no llegan a materializarse en toda su dimensión.

En el ámbito de la inflación, el efecto neto de los nuevos supuestos es, como en el caso de la actividad, aproximadamente neutral. Sin embargo, las sorpresas recientes en el componente subyacente, que sugieren que el grado de transmisión a los precios del repunte observado en el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) está siendo inferior al que se había incorporado en las proyecciones de diciembre, motivan una revisión a la baja de la senda de la inflación subyacente, más pronunciada al inicio del período de proyección que al final, etapa en la que la continuada reducción del grado de holgura de la economía conduciría a un repunte de las presiones inflacionistas.

La expansión de la actividad seguirá sustentándose en la demanda nacional, cuya aportación positiva al avance del PIB tenderá a moderarse, no obstante, de forma gradual a lo largo del horizonte de previsión. En contraposición, la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento del producto, cuya magnitud fue relativamente elevada en 2018, se irá moderando progresivamente, hasta hacerse nula en 2021.

Dentro de la demanda nacional, el dinamismo del consumo privado continuará viéndose favorecido por la fortaleza del proceso de creación de empleo. Además, el ritmo de expansión de las rentas de los hogares se verá impulsado por el proyectado repunte de los salarios reales y, en el corto plazo, por el impulso procedente de las medidas presupuestarias aprobadas tanto en 2018 como al inicio de 2019. En comparación con las proyecciones de diciembre, la ligera revisión al alza del ritmo de avance de este componente de demanda responde al aumento del poder de compra de las rentas nominales de los hogares en un contexto en el que, como se ha indicado, se prevén aumentos de precios más contenidos que hace tres meses. En cualquier caso, se anticipa un perfil de desaceleración gradual del consumo privado que responde a un conjunto de diversos factores. En primer lugar, como se ha indicado, las proyecciones actuales incorporan el supuesto de que, en un contexto de mayor incertidumbre global, las familias tenderán a elevar su tasa de ahorro, que actualmente se sitúa en niveles próximos a su mínimo histórico. Además, la propensión a consumir a partir de los incrementos de las rentas laborales tenderá a ser más reducida que en el pasado reciente, al descansar en mayor medida en los aumentos de los salarios

reales, para los que esa propensión es más baja, que en la creación de empleo, para la que la propensión es más elevada. Un último factor que explica la proyectada desaceleración del consumo privado es el agotamiento del proceso de adopción de las decisiones de adquisición de bienes duraderos y semiduraderos que habían sido pospuestas durante la crisis.

La prevalencia de condiciones favorables para la obtención de financiación seguirá favoreciendo el comportamiento expansivo de los distintos componentes de la inversión. En particular, se espera que la inversión residencial continúe presentando ritmos de crecimiento elevados, impulsada por el dinamismo de la creación de hogares y por la fortaleza del proceso de creación de empleo. No obstante, se prevé que el dinamismo de este agregado se modere progresivamente a lo largo del horizonte de proyección.

El crecimiento de la inversión empresarial se apoyará en la fortaleza de la demanda final, en el elevado grado de utilización de la capacidad productiva instalada y en los avances sostenidos en el saneamiento de la posición financiera del sector. En cualquier caso, también este componente presentará una cierta ralentización, en consonancia con el menor vigor de la demanda final y con las perspectivas de que el crecimiento de las exportaciones siga siendo moderado, lo que limitará el gasto en inversión de las empresas cuyas ventas se orientan al exterior en una proporción elevada. Frente a las proyecciones de diciembre, la revisión a la baja de este componente será más pronunciada, en comparación con el resto de las rúbricas de la demanda privada, dado que se ve afectado de forma más directa por el incremento de las incertidumbres procedentes del resto del mundo.

La proyectada mejora de la contribución del sector exterior al avance del PIB descansa en el esperado aumento del dinamismo de las exportaciones. Este componente presentó en 2018 una moderación muy significativa, superior a la de los mercados a los que van destinadas, lo que obedeció a factores de naturaleza predominantemente transitoria, como el impacto desfasado de la depreciación registrada por el euro en 2017 sobre las ventas realizadas fuera de la UEM o la recuperación de los flujos turísticos dirigidos a determinados países competidores de la cuenca mediterránea. La desaparición de estos efectos debería permitir retomar las ganancias de cuota de mercado que se han registrado durante la mayor parte de la recuperación como consecuencia de las ganancias de competitividad acumuladas desde el inicio de la crisis y del aumento de las cifras de empresas exportadoras regulares. En cualquier caso, el empeoramiento del contexto exterior ha dado lugar, como se ha señalado al describir los cambios en los supuestos, a una revisión a la baja del crecimiento esperado de los mercados exteriores, lo que se refleja en un menor crecimiento esperado de las exportaciones, en comparación con las proyecciones de diciembre. Por su parte, al igual que en diciembre, las proyecciones relativas a las importaciones incorporan el supuesto de que la elasticidad de este componente a la demanda final se situará en valores algo más elevados que los observados en los primeros años de la recuperación (aunque inferiores a los del último bienio).

6 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019.

La moderación de las tasas de crecimiento del producto a lo largo del horizonte de proyección vendrá acompañada de una pérdida de dinamismo del empleo de similar magnitud, salvo en el corto plazo, en el que la ralentización del empleo tenderá a verse intensificada por la incidencia sobre esta variable de la subida del salario mínimo interprofesional (SMI) al inicio de 2019. La prolongación del proceso de creación de puestos de trabajo permitirá que continúen observándose reducciones adicionales de la tasa de desempleo, cuya magnitud se verá atenuada, no obstante, por el repunte de la población activa. Las proyecciones actuales contemplan una disminución de la tasa de paro hasta el 12 % al final del horizonte de proyección, cifra similar a la anticipada hace tres meses.

Con la información disponible en la actualidad, se estima que la capacidad de financiación de la economía española habría disminuido en 2018 en aproximadamente 1 pp, hasta el entorno del 1,2 % del PIB, lo que obedece tanto al deterioro de los flujos reales de bienes y servicios como al empeoramiento de la relación real de intercambio, debido principalmente al encarecimiento del crudo. A lo largo del período de proyección se espera que la capacidad de financiación de la nación registre una modesta disminución adicional de 0,5 pp del PIB hasta 2021, reducción similar a la anticipada hace tres meses.

El crecimiento de la remuneración por asalariado a lo largo del período de proyección será significativamente más elevado que el observado en años recientes. Este repunte reflejará la reducción gradual de la holgura en el mercado de trabajo, los incrementos salariales pactados, a mediados del año pasado, en el Acuerdo para la Negociación Colectiva para el período 2018-2020 (que recomienda aumentos anuales del 2 % más un componente variable) y, en el año 2019, la subida del SMI. La aceleración de la remuneración por asalariado, en un contexto de mantenimiento de los crecimientos reducidos de la productividad, conducirá a un incremento de los ritmos de avance de los costes laborales unitarios, lo que, a pesar de la proyectada contención de los márgenes empresariales, acrecentará las presiones inflacionistas internas. Por el contrario, las de origen externo, medidas mediante el deflactor de las importaciones, tenderían a moderarse en el corto plazo.

En concreto, en términos de los precios de consumo, ya desde finales del año pasado la evolución del componente energético ha venido caracterizada por una desaceleración significativa, motivada por la caída del precio del petróleo en el tramo final de 2018 y por los efectos base que se derivan del encarecimiento que esta materia prima había registrado con anterioridad. A lo largo del actual ejercicio se proyecta una intensificación de esta tendencia. Para el resto del horizonte de proyección, la trayectoria esperada del precio del crudo presenta, de acuerdo con las cotizaciones de los mercados de futuros, un perfil levemente negativo, lo que, en unión con los supuestos acerca del precio de la electricidad, daría lugar a tasas de variación del componente energético cercanas a cero. Dados estos desarrollos, el ritmo de avance del IAPC se reduciría levemente en el corto plazo, incrementándose paulatinamente con posterioridad en línea con la inflación subyacente. De este modo, la tasa de variación

media anual de este indicador se situaría en el 1,2 % en 2019, en el 1,6 % en 2020 y en el 1,7 % en 2021.

Los riesgos para el escenario central de crecimiento de la actividad están orientados a la baja, como consecuencia, sobre todo, de varios focos de incertidumbre procedentes del exterior. En particular, como se ha señalado, las perspectivas acerca del crecimiento en el corto plazo de los mercados de las exportaciones españolas han sido revisadas a la baja en consonancia con los datos recientes referidos a la actividad mundial (y, en particular, al área del euro, principal socio comercial de España), y ahora son más desfavorables de lo que se anticipaba hace tres meses. Al mismo tiempo, las hipótesis acerca del comportamiento futuro de los mercados de exportación españoles —que proceden del último ejercicio de previsión del personal técnico del BCE— consideran que la desaceleración reciente es un fenómeno transitorio, que revertirá en la segunda mitad de este año. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el debilitamiento reciente de la actividad, especialmente en la UEM, tenga un carácter más persistente, lo que daría lugar a una evolución de la economía española menos favorable de lo contemplado en el escenario central.

Adicionalmente, persisten diversos factores de riesgo cuya eventual materialización daría lugar a desarrollos más desfavorables. En concreto, la indefinición de los detalles relativos al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea hace que no se puedan descartar por completo escenarios que podrían tener consecuencias muy severas para ambas áreas. Asimismo, persiste la incertidumbre sobre la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas a nivel global que distorsionen las cadenas de producción mundiales y que se traduzcan en una revisión de los planes de inversión de las empresas. Por último, las autoridades chinas se enfrentan a un delicado equilibrio entre proporcionar a la economía estímulos fiscales y monetarios que palien la actual desaceleración y tratar de detener el ascenso del endeudamiento de los agentes privados y públicos.

En el ámbito interno, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la orientación futura de las políticas económicas y, en particular, en torno al proceso de ajuste fiscal (que es necesario para reducir el elevado endeudamiento público, que continúa suponiendo una de las principales fuentes de vulnerabilidad de nuestra economía) y a la adopción de medidas que permitan elevar el crecimiento potencial de largo plazo. Además, la continuación de la actual fase expansiva requiere mantener las ganancias de competitividad frente al resto del mundo alcanzadas a lo largo de los últimos años. En este sentido, sería deseable que la magnitud de las alzas salariales se acompase a las circunstancias concretas de cada empresa o sector y, en particular, a los crecimientos de productividad, evitando subidas generalizadas para el conjunto de la economía, desligadas de esas condiciones específicas. Además, los mecanismos de fijación de precios y de salarios deberían permitir retener un grado de flexibilidad suficiente como para adaptarse, en caso necesario, a un entorno de mayor desaceleración de la actividad, al objeto de limitar las eventuales pérdidas de actividad y empleo.