

La presente actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España incorpora la nueva información conocida desde la publicación precedente, realizada en diciembre de 2017¹. En particular, el ejercicio actual incorpora la Contabilidad Nacional Trimestral del último trimestre de 2017, así como la evolución de los supuestos técnicos sobre los que se condicionan las previsiones (véase cuadro 1)².

Las proyecciones contemplan una continuación del actual período expansivo de la economía española. Estas perspectivas se fundamentan, por una parte, en la corrección gradual de los desequilibrios macrofinancieros acumulados en el ciclo expansivo anterior a la crisis y durante las fases más recesivas de esta, que se ha materializado, en particular, en la reducción del endeudamiento del sector pri-

vado, en el mantenimiento de superávits exteriores de una magnitud notable y la consiguiente moderación de las necesidades de financiación frente al exterior, la corrección gradual del déficit público, la caída del paro, que pese a ello todavía presenta cifras demasiado elevadas, y la estabilización e incipiente recuperación del sector inmobiliario. Por otra parte, siguen presentes algunos factores de naturaleza más transitoria que también apoyan la actividad, como son la fortaleza de los mercados de exportación, en un contexto de generalización de la actual expansión global, y el esperado tono expansivo de las políticas de demanda a lo largo del horizonte de proyección. En particular, con la información disponible en estos momentos, que no incluye el borrador de Presupuestos Generales del Estado, todavía no publicado, se prevé que, tras el tono neutral mostrado por la política fiscal en 2017, se observe un retorno a una orientación algo más expansiva a partir de 2018.

Tras registrar tasas de crecimiento del PIB superiores al 3% durante los últimos tres años, se estima que el ritmo de expansión del producto se moderará en cierta medida a lo largo del horizonte de proyección. Por un lado, las perspectivas para la economía mundial contemplan una pérdida de empuje gradual de los mercados exteriores. Por otro lado, la actual expansión de la actividad económica del área del euro aumenta la probabilidad de que la inflación converja hacia el objetivo de medio plazo, lo que hace disminuir la necesidad de medidas adicionales de política monetaria, en un contexto en el que se espera que las adoptadas con

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2017.**
- 2 Las proyecciones de diciembre de 2017 estaban basadas en información relativa a la evolución observada de los supuestos hasta el 22 de noviembre. En el ejercicio de proyecciones actual, la fecha de cierre para la recogida de información es distinta en el caso de la evolución de los mercados de exportación de España (para la cual se hace uso de los supuestos elaborados por el personal del BCE para las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018**, que emplean información hasta el 13 de febrero) y en el de los demás supuestos —para los cuales la fecha correspondiente es el 9 de marzo—. Por último, la fecha límite para la recogida de datos para la elaboración de las proyecciones es el 13 de marzo.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de marzo de 2018				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2017 (b)		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Entorno internacional							
Producto mundial	3,6	3,9	3,7	3,5	0,2	0,1	0,0
Mercados de exportación de España	5,2	5,0	4,1	3,6	0,1	0,2	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	54,4	64,4	61,1	59,1	2,8	2,1	1,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,23	1,23	1,23	0,06	0,06	0,06
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	117,0	125,0	125,0	125,0	3,2	3,2	3,2
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,0	0,1	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,6	1,5	1,9	2,2	-0,2	-0,2	-0,3

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 9 de marzo de 2018. La fecha de cierre para los supuestos de mercados exteriores es el 13 de febrero de 2018. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b 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, diferencias porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y diferencias en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- d 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.

anterioridad ejerzan un efecto adicional sobre las condiciones financieras, la actividad y los precios progresivamente menor. Además, como se detalla más adelante, se espera que el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo prolongue las señales de moderación que comenzó a mostrar en 2017. La información de corto plazo apunta a que, en el primer trimestre de 2018, el crecimiento del PIB podría haberse mantenido en el 0,7 % observado en cada uno de los dos trimestres finales de 2017. La ligera desaceleración que se prevé para los trimestres siguientes de la actividad conduciría a un crecimiento del PIB del 2,7 % este año, y del 2,3 % y del 2,1 % en los dos siguientes (véase cuadro 2).

La prolongación de la fase expansiva dará lugar, como resultado del aumento en el grado de utilización de los factores productivos, a un paulatino repunte de la tasa de crecimiento del componente subyacente del IPC, que, tras registrar un avance del 1,2 % en

2018, se aceleraría hasta el 1,9 % en 2020. En términos del indicador general, la tasa de variación media anual sería asimismo del 1,2 % en 2018, antes de repuntar hasta el 1,7 % en 2020.

En comparación con las proyecciones de diciembre, los cambios más relevantes en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones están relacionados con la política presupuestaria. En este ámbito, cabe destacar, en particular, el acuerdo reciente en materia salarial y de empleo público alcanzado entre el Gobierno y las principales organizaciones sindicales para el período 2018-2020³. El acuerdo incluye una subida fija de las retribuciones de los empleados públicos, del 6 % en términos acumulados en dicho período (1,75 %, 2,25 % y 2 % en 2018, 2019 y 2020,

³ Véase <http://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/minhap/Paginas/2018/090318-funcionarios.aspx>.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2017	Proyecciones de marzo de 2018			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2017		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
PIB	3,1	2,7	2,3	2,1	0,3	0,2	0,1
Consumo privado	2,4	2,1	1,6	1,6	0,3	0,2	0,2
Consumo público	1,6	1,4	1,2	1,2	0,5	0,5	0,5
Formación bruta de capital fijo	5,0	4,3	4,1	3,9	0,3	0,4	0,2
Inversión en bienes de equipo	6,1	5,0	4,1	3,8	0,6	0,4	0,0
Inversión en construcción	4,6	4,0	4,4	4,3	0,1	0,1	0,2
Exportación de bienes y servicios	5,0	4,9	4,8	4,5	0,0	0,1	0,0
Importación de bienes y servicios	4,7	4,2	4,5	4,3	0,1	0,3	0,5
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,8	2,4	2,1	1,9	0,4	0,3	0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2
PIB nominal	4,0	3,9	3,8	3,8	0,5	0,2	0,0
Defactor del PIB	1,0	1,2	1,5	1,7	0,2	0,0	0,0
Índice de precios de consumo (IPC)	2,0	1,2	1,4	1,7	-0,2	-0,1	0,0
IPSEBENE	1,1	1,2	1,7	1,9	0,0	0,1	0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,8	2,7	2,0	1,9	0,4	0,3	0,3
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	16,5	14,2	12,6	11,0	0,1	0,4	0,3
Tasa de paro (% de la población activa). Datos medios	17,2	15,1	13,3	11,6	0,2	0,1	0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	1,8	1,8	1,7	-0,3	-0,3	-0,5
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,1	-2,5	-2,1	-1,7	0,1	0,1	0,1

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 13 de marzo de 2018.

respectivamente), así como dos tramos adicionales condicionados al cumplimiento de determinadas circunstancias, que, de satisfacerse, llevarían el aumento acumulado hasta cerca del 9 %⁴. En cuanto al empleo público, el acuerdo da un impulso adicional en 2018 a la política de contratación más dinámica de los últimos dos años⁵. En particular, dicho acuerdo amplía el abanico de supuestos en los que se aplica una tasa de reposición de efectivos al servicio de las AAPP de hasta el 100 %, y añade aumentos por encima de este valor en algunos casos, e incorpora actuaciones adicionales en materia de jornada laboral y temporalidad. El acuerdo contiene algunos elementos de condicionalidad vinculados al cumplimiento del marco de reglas presupuestarias.

Por lo demás, 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 presente ejercicio. En este contexto, como ya ocurrió en las previsiones de diciembre pasado, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las sendas esperadas de las distintas variables de política fiscal. 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 y las tendencias recientes observadas en la ejecución presupuestaria⁶. 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 habituales⁷.

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 presupuestaria pasaría a ser ligeramente expansivo en el año 2018, frente a la orientación neutral estimada para 2017.

Por lo que se refiere al resto de supuestos, las novedades son escasas y sus impactos sobre actividad y precios tienden a compensarse entre sí. El cambio más relevante, en términos de sus efectos sobre las proyecciones, viene dado por la mejora de las perspectivas de la economía global, que se ve reflejada en una revisión al alza de tres décimas en términos acumulados, entre 2018 y 2019, del ritmo de crecimiento de los mercados de exportación de la economía española. Por otro lado, desde la fecha de cierre de las proyecciones precedentes se ha producido una apreciación adicional del tipo de cambio del euro, que, en términos efectivos nominales, asciende a 3,3 pp y es algo más pronunciada frente al dólar —de 5,4 pp—. En cuanto a los precios del petróleo medidos en dólares, se ha observado una cierta elevación de la senda esperada, más pronunciada en el corto plazo, lo que conduce a una revisión al alza del 4,9 % en 2018 (que, en euros, se ve muy atenuada por la apreciación de esta moneda) y a la baja, en magnitudes más modestas, en los dos años siguientes.

Por su parte, de acuerdo con las expectativas implícitas en las curvas de rendimientos, la trayectoria esperada de los tipos de interés en el mercado interbancario se ha movido al alza en el tiempo transcurrido desde el cierre de los supuestos para las proyecciones precedentes, mientras que, por el contrario, las rentabilidades esperadas de la deuda pública han experimentado un descenso. Estos cambios son, en todo caso, pequeños, de modo que su incidencia sobre el coste esperado de la financiación crediticia a hogares y sociedades no financieras es escasa.

De acuerdo con los impactos estimados a partir de la evidencia histórica, los cambios en el conjunto de supuestos, incluidos los relativos a la política fiscal, con respecto a las proyecciones de diciembre, llevarían a una revisión al alza del crecimiento esperado del PIB de aproximadamente una décima en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. Ello es consecuencia, principalmente, de las medidas fiscales expansivas (en particular, el mayor crecimiento esperado del empleo y los salarios públicos) y, en menor medida, del mejor tono de los mercados exteriores, factores que se ven amortiguados ligeramente por la apreciación cambiaria.

La revisión operada en las perspectivas para la actividad de la economía española es algo mayor en los primeros años del ejercicio que la que se desprendería de la aplicación mecánica del efecto de los nuevos supuestos. En concreto, las revisiones en el crecimiento del PIB ascienden a tres, dos y una décimas en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. Ello refleja varios factores. En primer lugar, la información referida a los primeros meses de 2018 apunta a un crecimiento algo mayor en el primer trimestre que el que se esperaba a finales de 2017, evolución más favorable que se traslada también al segundo trimestre del año actual. En segundo lugar, el flujo de datos referidos al contexto

4 En particular, con respecto al aumento de los salarios, el primer tramo variable se condiciona al crecimiento de la economía. Si el crecimiento del PIB resulta ser igual o superior al 2,5 % en 2019 y 2020, la subida salarial sería de un 2,5 % en 2019 y de un 3 % en 2020. Por el contrario, para un avance del PIB inferior al 2,5 %, el incremento disminuiría proporcionalmente a la reducción que se haya producido sobre dicho 2,5 %. El segundo tramo variable consiste en añadir 0,55 pp adicionales de subida salarial en 2020 si se cumple el objetivo de estabilidad presupuestaria.

5 Véase el [acuerdo firmado por el Gobierno y los sindicatos el 29 de marzo de 2017 en materia de función pública](#). En este sentido, véase también la discusión en el artículo «[La evolución del empleo de las Administraciones Públicas en la última década](#)», *Boletín Económico*, 4/2017, Notas Económicas, Banco de España.

6 Las previsiones incluyen además unos costes asociados a la responsabilidad patrimonial derivada de los procedimientos judiciales de las autopistas de peaje que se encuentran en concurso de acreedores, que el Gobierno estima en torno a 2 mm de euros.

7 En concreto, se asume que 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—.

exterior de la economía española recibidos en el mes transcurrido desde el cierre de los correspondientes supuestos ha sido más positivo que el esperado entonces. Por último, el escenario central incorpora efectos algo menores del tensionamiento de la situación política en Cataluña, como consecuencia de la disminución observada en el grado de incertidumbre desde diciembre.

Por su parte, en términos del crecimiento de los precios de consumo, los nuevos supuestos tienen un impacto aproximadamente neutral, pues los efectos al alza derivados de la expansión fiscal se ven contrarrestados por la apreciación del tipo de cambio y por el ritmo de avance algo menor de los precios del petróleo en 2019 y 2020. No obstante, la información ya disponible referida al período más reciente justifica una revisión a la baja de la tasa de variación del IPC en 2018 de dos décimas, debido fundamentalmente a la evolución del componente energético en los últimos meses, permaneciendo sin cambios en el bienio siguiente.

En el período de proyección, el gasto en bienes y servicios de consumo seguirá apoyándose en la fortaleza del proceso de creación de empleo, en la persistencia de condiciones financieras favorables y en la mejora observada en los últimos años en la situación patrimonial del sector, como consecuencia del proceso de desendeudamiento y de la revalorización de los activos, tanto reales como financieros. No obstante, se espera que este componente del gasto prolongue la desaceleración observada en 2017. Ello sería el resultado de diversos factores. En primer lugar, se espera que, a lo largo del período de proyección, se observe un agotamiento gradual del proceso de materialización de decisiones de consumo en bienes duraderos, que, tras haber sido pospuestas durante los años de la crisis, los hogares han venido llevando a cabo en la etapa ya transcurrida de la recuperación⁸. En segundo lugar, se proyecta que las familias recompongan en cierta medida su tasa de ahorro desde el reducido nivel con que se estima que cerró 2017, algo por debajo del 6 % de la renta disponible, que es su cota más baja desde comienzos de 2008. En efecto, en el pasado año los hogares experimentaron una compresión de sus rentas reales como consecuencia de un repunte transitorio de la inflación que los agentes aparentemente reconocieron como tal, pues reaccionaron en parte aminorando su gasto real y en parte reduciendo su ahorro. Las proyecciones parten del supuesto de que los hogares tenderán a moderar su gasto de consumo al objeto de favorecer una cierta recuperación de su tasa de ahorro.

Por último, los supuestos utilizados en las proyecciones incluyen un incremento de los tipos de interés, que, de por sí, tiene un reducido impacto sobre las rentas de los hogares, ya que afecta en magnitudes análogas a los intereses pagados y a los recibidos. Sin embargo, tiene también un impacto negativo sobre el consumo, dado que la propensión marginal a consumir de los deudores tiende a ser más elevada que la de los acreedores.

Entre los componentes de la formación bruta de capital fijo, se espera que el componente residencial continúe creciendo a tasas elevadas, aunque algo inferiores a las observadas en 2017, en un contexto en el que parece comenzar a agotarse la tendencia a la mejora de las condiciones de las hipotecas (tales como la reducción de los tipos de interés y el alargamiento de los plazos medios) observada en los últimos años, y en el que la capacidad de financiación de los hogares ha experimentado un descenso muy significativo. Por su parte, la inversión empresarial continuará apoyándose en la pujanza de la demanda y en el aumento de la utilización de la capacidad productiva, en un marco en el que la financiación de este gasto seguirá viéndose facilitada por la abundancia de generación de recursos internos y la disponibilidad de recursos externos en condiciones favorables.

En el período de proyección considerado en su conjunto se espera que las exportaciones continúen registrando tasas de avance superiores a las de los mercados a los que van dirigidas, como consecuencia de las ganancias de competitividad acumuladas desde la crisis, que se espera que, aunque a un ritmo menor, se prolonguen en los próximos años. No obstante, en el corto plazo el ritmo de avance de las ventas al exterior se verá mitigado por los efectos de la apreciación acumulada por el tipo de cambio del euro desde comienzos de 2017. Por componentes, se espera una cierta moderación de los servicios turísticos tras el excepcional comportamiento de los últimos años, como consecuencia de la congestión de algunos destinos nacionales y la recuperación de localizaciones alternativas en la cuenca mediterránea. Por lo que respecta a las importaciones, como en otros ejercicios de proyecciones recientes, se asume un ritmo de expansión inferior al que dictaría su relación histórica con la demanda final, como consecuencia del proceso de sustitución de importaciones al que las ganancias de competitividad estarían comenzando a dar lugar.

El crecimiento del empleo continuará siendo, como ocurre habitualmente en las fases expansivas de la economía española, muy cercano al de la actividad. El elevado crecimiento de la ocupación conducirá a reducciones adicionales de la tasa de paro, variable que se situaría en un nivel del 11 % al final del horizonte de proyección, aún muy superior al previo a la crisis. Esta elevada desocupación es uno de los factores que contribuirán a contener el crecimiento salarial, para el cual, no obstante, se espera un repunte a lo largo del próximo trienio en consonancia con la disminución del grado de holgura en el mercado laboral. Dado que no se espera un incremento similar del crecimiento de la productividad, ello resultará en una aceleración de los costes laborales unitarios que, no obstante, sería inferior a las que las proyecciones del BCE prevén para el conjunto de la UEM, por lo que el repunte sería compatible con una continuación de las ganancias de competitividad frente a esa área económica.

La economía española continuaría presentando capacidad de financiación frente al resto del mundo, aunque esta sería inferior en algunas décimas a la estimada para 2017 (cuando habría ascendido al 1,9 % del PIB). En particular, el superávit de bienes y servicios se mantendría en el entorno del 2,7 %, bajo la influencia de

8 J. González Mínguez y A. Urtasun (2015), «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 69-78.

dos fuerzas opuestas: la mejora de los intercambios reales y el deterioro de la relación real de intercambio. Sin embargo, el saldo de rentas registraría un ligero empeoramiento, dada la subida de los tipos de interés recogida en los supuestos externos.

En el ámbito de los precios de consumo, las proyecciones actuales contemplan una gradual aceleración de la inflación subyacente desde sus reducidos niveles actuales. El crecimiento del PIB previsto a lo largo del período de proyección excede las estimaciones disponibles de la tasa de avance del producto potencial, por lo que la brecha de producción positiva que, según estimaciones propias, habría emergido a finales de 2017 tenderá a ampliarse en el próximo trienio, lo que debería dar lugar a un incremento de las presiones inflacionistas de origen interno. Por su parte, se espera una estabilización de los márgenes empresariales, tras las ganancias acumuladas en los últimos años. Por su parte, tras el notable repunte observado en 2017 como consecuencia de la aceleración de los precios del petróleo y otras materias primas, las presiones inflacionistas externas tenderían a moderarse al inicio del horizonte de proyección, como fruto de la reciente apreciación del euro, pero volverían a incrementarse después, dado el esperado aumento gradual de las presiones inflacionistas globales bajo el trasfondo de la reducción del grado de holgura de la economía mundial. Como resultado de todo ello, se espera que el IPC crezca este año un 1,2 %, con una trayectoria influenciada por el componente energético, que, bajo los supuestos actuales acerca del precio del petróleo, experimentaría un repunte en los próximos meses, hasta alcanzar un pico en verano, antes de volver a desacelerarse con posterioridad. En los dos años posteriores, el IPC se aceleraría hasta el 1,4 % y el 1,7 %, respectivamente.

Los riesgos al escenario central de crecimiento de la actividad se encuentran predominantemente orientados al alza en el corto plazo, pues las revisiones continuadas de las proyecciones referidas a la economía global sugieren la posibilidad de que se esté infraestimando su dinámica expansiva. Por el contrario, los riesgos estarían sesgados a la baja en la parte final del horizonte de proyección. En el ámbito interno, las proyecciones actuales incorporan el supuesto de que, en el próximo trienio, se mantendrá la disminución de la incertidumbre política relacionada con la situación en Cataluña que se ha observado desde las proyecciones de diciembre. Sin embargo, no se puede descartar que tenga lugar un recrudescimiento de las tensiones, que impactaría negativamente sobre la evolución de la actividad, de manera más acusada en esa comunidad autónoma. Además, algunos anuncios recientes sugieren la posibilidad de que se observe una relajación de los esfuerzos de consolidación presupuestaria, más allá de los ya incorporados al escenario central. Aunque ello tendría efectos expansivos a corto plazo, en un horizonte temporal más dilatado agravaría la vulnerabilidad de la economía ante eventuales perturbaciones adversas, dado el elevado endeudamiento público y la necesidad de acometer un proceso de reducción notable de la deuda pública a medio plazo. En sentido contrario, en el escenario

central se ha incorporado el supuesto de que los hogares recompondrán parcialmente el nivel de su tasa de ahorro, particularmente a la luz del acusado descenso observado en 2017. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el repunte de esta variable sea menos marcado, conduciendo a un mayor ritmo de aumento del consumo de los hogares y, por tanto, a un crecimiento del PIB más elevado.

En el plano exterior, si bien el nuevo acuerdo del Gobierno de coalición en Alemania podría generar un tono más expansivo de la política presupuestaria en este país que, en el corto plazo, podría repercutir en un ritmo de expansión mayor en el área del euro en su conjunto, las tensiones observadas en los mercados financieros al inicio de febrero sugieren que el proceso de normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas —y, de manera singular, en Estados Unidos— no está exento de incertidumbres. En particular, una intensificación de las presiones inflacionistas mayor de la anticipada puede conducir a nuevos episodios abruptos de corrección de precios en los mercados financieros. En este sentido, la reciente aprobación de planes de expansión fiscal en Estados Unidos ha aumentado estos riesgos, por haberse producido en una economía con un grado muy elevado de utilización de los factores productivos. Otros focos adicionales de incertidumbre incluyen, en primer lugar, la posibilidad de que la aprobación de aranceles a la importación de acero y aluminio en Estados Unidos desencadene la adopción de una espiral de medidas similares por parte de las autoridades de otros países, lo que comportaría efectos adversos sobre el comercio mundial. En segundo lugar, persisten algunos focos de tensiones geopolíticas, entre los que destacan, en el ámbito europeo, los relativos a la indefinición acerca de la forma que adoptará finalmente la relación entre la Unión Europea y el Reino Unido y la incertidumbre sobre la formación de gobierno en Italia, tras el resultado de las elecciones recientes.

En el ámbito de los precios, los riesgos tienden a estar equilibrados. Por un lado, los riesgos a la baja relacionados con la economía global que se han descrito configuran un entorno de riesgos del mismo signo para la evolución del componente externo de la inflación. Además, como se ha apuntado, las proyecciones descansan sobre el supuesto de que los salarios y precios reaccionarán a la reducción del grado de holgura en mayor medida de lo que lo han hecho en el período transcurrido desde el inicio de la fase expansiva, hipótesis que podría no materializarse. Sin embargo, por otro lado, no cabe descartar que la relación entre la actividad y los precios se caracterice por la presencia de efectos no lineales, de forma que, a partir de un cierto punto, la reducción de la holgura cíclica comenzaría a tener consecuencias inflacionistas cada vez de mayor magnitud. Adicionalmente, la sincronía de la fortaleza del crecimiento global sugiere posibles presiones al alza sobre los precios de las materias primas, que, sin embargo, se verían contrarrestadas, en el caso concreto del petróleo, porque pasarían a ser rentables un mayor número de explotaciones de petróleo no convencionales.