

Este recuadro describe los rasgos principales de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España. En comparación con las proyecciones precedentes¹, presentadas en diciembre del pasado año, las actuales incorporan el impacto de los cambios en los supuestos técnicos observados entre el 17 de noviembre pasado y el 23 de marzo de este año, con la excepción de los supuestos relativos al comportamiento de los mercados exteriores, cuya fecha de cierre es el 20 de febrero (véase cuadro 1)². Además, se incluye toda la información conocida desde la conclusión del anterior ejercicio de proyecciones hasta el 24 de marzo, lo que, en particular, engloba los datos de la estimación más reciente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el cuarto trimestre de 2016.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación de la fase de expansión de la economía española, a lo largo del trienio 2017-2019. El crecimiento seguirá viéndose favorecido por las mejoras competitivas alcanzadas desde el inicio de la crisis y por la persistencia de condiciones financieras favorables, apoyadas en el tono acomodaticio de la política monetaria, factores que per-

mitirán la prolongación del proceso de continuada creación de empleo. Además, aunque algunos factores transitorios que han ayudado a la evolución de la actividad en el último bienio (como los reducidos precios del petróleo o la política fiscal expansiva) han tendido a revertir, sus efectos desfasados continúan aún proporcionando cierta inercia positiva al comportamiento de la actividad en el corto plazo.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el PIB podría avanzar un 2,8 % este año, antes de desacelerarse hasta el 2,3 % y el 2,1 %, respectivamente, en 2018 y 2019 (véase cuadro 2), justamente a medida que se vayan disipando esos efectos inerciales de los factores que han venido impulsando temporalmente el crecimiento. En el ámbito de los precios de consumo, se estima que la tasa de variación anual del IPC aumentará hasta el 2,2 % en el presente ejercicio, empujada por el repunte del componente energético, en buena medida relacionado con los efectos base positivos asociados a la evolución del precio del petróleo, aunque mostrará un perfil suavemente decreciente a lo largo del año, en línea con la cotización de esa materia prima en los mercados de futuros³. El agotamiento de esos efectos base en el inicio de 2018 hará que la tasa de inflación se desacelere hasta el 1,4 % el próximo año, antes de incrementarse ligeramente hasta el 1,6 % en

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2016-2019): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2016.**
- 2 Las proyecciones de los mercados exteriores (y de los precios de los competidores en su moneda nacional) se han tomado de las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017.**

- 3 En ese perfil intraanual descendente proyectado para 2017 desempeña también un papel relevante la reversión de un incremento transitorio del precio de la electricidad al inicio del año (véase recuadro 4).

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de marzo de 2017			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2016			
	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Entorno internacional							
Producto mundial	2,9	3,3	3,5	3,6	0,1	0,1	0,1
Mercados mundiales	1,7	3,5	3,9	3,9	0,4	-0,1	-0,1
Mercados de exportación de España	2,2	3,7	3,7	3,6	0,5	0,0	0,0
Precio del petróleo en dólares (nivel)	44,0	52,4	52,1	51,9	3,1	-0,6	-2,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,07	1,07	1,07	-0,02	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,6	112,0	112,2	112,2	-1,1	-1,0	-1,0
Tipo de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (c)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (c)	1,4	1,8	2,2	2,6	-0,1	0,0	0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 23 de marzo de 2017. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- c 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 aquellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

2019, como consecuencia de la disminución del grado de holgura cíclica de la economía.

En comparación con el ejercicio de proyecciones del pasado mes de diciembre, los cambios en los supuestos sobre los que se basan las proyecciones son relativamente modestos. La novedad más destacada viene dada por el repunte del precio del petróleo observado a raíz de los acuerdos alcanzados entre los países productores a finales de noviembre y comienzos de diciembre, pocas fechas después del cierre de los supuestos de las proyecciones anteriores. Aunque el crudo se ha abaratado de nuevo más recientemente, su nivel proyectado para 2017 es todavía un 6,3 % más elevado, en promedio, que el que se preveía anteriormente.

Las modificaciones en el resto de supuestos son reducidas. En concreto, el coste de la financiación crediticia destinada al sector

privado de la economía sería muy similar al incorporado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, en línea con la estabilidad que las sendas proyectadas de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios y de deuda pública han mostrado a lo largo del último trimestre. Tampoco el crecimiento esperado de los mercados de exportación de España a lo largo del período de proyección difiere significativamente del considerado en las proyecciones previas. Las novedades son algo mayores en lo que respecta a los precios de los competidores, para los que se espera un crecimiento algo mayor que en el ejercicio de diciembre, en línea con la ligera depreciación del tipo de cambio del euro observada desde entonces, y en relación con los supuestos relativos a la política fiscal.

La modificación más relevante en este último ámbito es la incorporación de las novedades normativas en el impuesto sobre sociedades,

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

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

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de marzo de 2017.

b No incluye la información del proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2017, por haber sido presentado con posterioridad a la fecha de cierre de las proyecciones.

recogidas en el paquete de medidas extraordinarias de carácter tributario aprobado el 2 de diciembre de 2016 por el Consejo de Ministros (Real Decreto-ley 3/2016) y refrendado el 15 de diciembre por el Parlamento. En concreto, el impacto recaudatorio de las medidas que persiguen ampliar la base de este impuesto (limitación de bases imponibles negativas y deducción de doble imposición, reversión de deterioros de valor de los activos, limitación de la deducibilidad de pérdidas sobre fondos propios) ha sido cuantificado por el Gobierno en cerca de 0,5 pp del PIB. Además, las medidas aprobadas incluyen un aumento de los impuestos especiales sobre las bebidas alcohólicas y las labores del tabaco y el incremento en el tope máximo y las bases máximas de cotización al sistema de la Seguridad Social.

Por lo demás, en la fecha de cierre de supuestos de estas proyecciones (que, como se ha apuntado, es el 23 de marzo), no se había presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el presente ejercicio, que finalmente fue aprobado por el Consejo de Ministros el pasado 31 de marzo⁴. Estas proyecciones no incluyen, por tanto, el contenido de ese proyecto, como ya sucedió en las previsiones de diciembre pasado. En este contexto, igual también que en diciembre, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las variables fiscales. 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— evolucionen en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española⁵. En segundo lugar, se supone que las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP evolucionan, en ausencia de medidas, de acuerdo con sus determinantes habituales. En concreto, en el caso de los ingresos públicos, al margen de la incorporación de los cambios normativos aprobados a finales del año pasado, se supone que estos crecen en línea con sus bases fiscales, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Lo mismo sucede con aquellas partidas menos discrecionales de gasto, como la relacionada con las pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y el envejecimiento de la población—, el subsidio de desempleo, que depende principalmente de la evolución del paro, y la carga de intereses, cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés.

En su conjunto, los cambios observados en los supuestos entre las proyecciones actuales y las de diciembre conducirían, considerados aisladamente, a una revisión ligeramente positiva del crecimiento del PIB a lo largo del horizonte del ejercicio. Por lo que respecta a la inflación, la nueva senda de cotizaciones del petró-

leo domina las revisiones inducidas por el conjunto de cambios en los supuestos. El signo de la revisión es positivo en 2017, en consonancia con el aumento del precio del crudo en los mercados de contado respecto de los niveles considerados en las proyecciones de diciembre. Sin embargo, en los dos años posteriores, la pendiente de la curva de precios de esta materia prima en los mercados de futuros es menor ahora, lo que resulta en incrementos porcentuales de cuantía inferior a la que contemplaban los supuestos de diciembre y, por tanto, en una evolución más moderada de los precios de consumo.

No obstante, a pesar de que, en comparación con las proyecciones publicadas a principios de diciembre, el impacto positivo del cambio en los supuestos sobre la actividad es muy reducido, el crecimiento del PIB ha sido revisado al alza en una magnitud mayor (en concreto, en tres, dos y una décimas en 2017, 2018 y 2019, respectivamente). En el primer semestre de este año, la revisión se explica porque la información coyuntural más reciente señala que el tono de la actividad en los meses iniciales de 2017 estaría siendo más favorable que el proyectado en el pasado mes de diciembre. En este sentido apuntan, en particular, la fortaleza de los indicadores cualitativos procedentes de encuestas y el dinamismo de los datos mensuales de afiliación a la Seguridad Social durante los dos primeros meses del año.

La revisión introducida más allá del corto plazo está justificada por dos tipos de consideraciones. Por un lado, como se ha indicado, los supuestos relativos al comportamiento de los mercados exteriores fueron elaborados por el personal técnico del BCE con la información disponible hasta el pasado 20 de febrero, por lo que no incluyen la información coyuntural relativa a la evolución de la economía mundial conocida con posterioridad a esta fecha, que ha sido, como se señala en el epígrafe 2 de este Informe, predominantemente positiva. A futuro, ello sugiere una fortaleza de la actividad y del comercio globales mayor que la considerada en los supuestos utilizados como base del ejercicio de previsión, lo que ha conducido a una valoración más favorable de los mercados exteriores de la economía española y, por tanto, a una revisión al alza del crecimiento de las exportaciones de nuestro país.

Por otro lado, las ganancias de competitividad han constituido un factor clave en la narrativa de la fase de recuperación de la economía. No obstante, hasta ahora, ese papel crucial se había manifestado por el lado de las ventas al exterior, sin que existiera evidencia clara de que las mejoras competitivas hubieran inducido una sustitución de importaciones. Sin embargo, los datos de la Contabilidad Nacional más recientes, junto con la evidencia microeconómica disponible, están comenzando a proporcionar indicios crecientes de la puesta en marcha de ese proceso de forma incipiente, lo que ha llevado a introducir, en el actual ejercicio de proyecciones, un comportamiento de las importaciones algo menos dinámico que el que dictaría su relación histórica frente a la demanda final.

En términos de su composición por el lado de la demanda, se espera que el crecimiento del PIB siga apoyándose, fundamentalmente,

4 El proyecto fue presentado, por tanto, entre las fechas de cierre de la recogida de información y de publicación de este Informe, por lo que sus contenidos no han podido ser incorporados a las proyecciones. En todo caso, el texto de los Presupuestos puede, como es natural, experimentar modificaciones durante el trámite parlamentario.

5 De acuerdo con las estimaciones propias más recientes, el crecimiento potencial nominal para el año 2017 estaría en el entorno del 2 % y para 2018 ligeramente por debajo del 2,5 %.

en la aportación de la demanda nacional, para la que, no obstante, se espera una prolongación de la ralentización observada en 2016. Por otro lado, la demanda exterior neta continuaría contribuyendo positivamente al aumento del producto a lo largo de todo el horizonte de proyección.

Dentro de los componentes de la demanda nacional, la evolución del consumo privado en 2017 se verá condicionada por la reducción del ritmo de crecimiento de las rentas reales de los hogares, en el contexto del repunte inflacionista motivado por el aumento de las tasas de variación del componente energético. En este sentido, los indicadores de alta frecuencia han comenzado a proporcionar ya los primeros indicios de ralentización. No obstante, el reducido nivel de los tipos de interés, la revalorización de la riqueza de estos agentes y, especialmente, la fortaleza del proceso de creación de empleo continuarán desempeñando, como en el pasado reciente, un importante papel como soporte del consumo. Dada la vigencia de estos elementos y el carácter, en principio, transitorio del aumento de la inflación, se espera que las familias opten en 2017 por suavizar la perturbación negativa a sus rentas reales, compensándola parcialmente a través de un descenso de la tasa de ahorro. En el resto del horizonte de proyección, se proyecta que el consumo de los hogares crezca a un ritmo ligeramente inferior al de sus rentas, permitiendo una modesta recomposición del ahorro. Con todo ello, el consumo crecerá un 2,4 % en 2017 (ocho décimas menos que en 2016), desacelerándose al 1,6 % y al 1,5 % en los dos ejercicios siguientes.

La información de alta frecuencia relativa tanto a la iniciación de nuevas viviendas como al número de transacciones de inmuebles residenciales apunta a una continuación de la senda de mejoría gradual de la inversión residencial, cuya prolongación a lo largo del horizonte de proyección se fundamentaría sobre la evolución favorable del empleo, la esperada continuidad de condiciones de financiación propicias y las expectativas de revalorización de este activo. Como en el pasado reciente, se espera, no obstante, que la recuperación avance de forma desigual por regiones, manifestando una mayor intensidad en las principales ciudades y en las comunidades autónomas más orientadas al turismo. No obstante, en estas últimas zonas podría experimentarse una cierta moderación de la demanda como consecuencia del proceso de salida del Reino Unido de la UE, como parece apuntar ya la información más reciente. En todo caso, no se ha modificado la valoración realizada en los ejercicios de proyección precedentes, según la cual la magnitud del fortalecimiento de este componente de la demanda se verá mitigada por el ritmo relativamente reducido de creación de nuevos hogares.

El gasto de las empresas en bienes de inversión experimentó un debilitamiento en la segunda mitad de 2016, influenciado probablemente por el impacto negativo sobre los flujos de caja de las empresas de las nuevas normas del impuesto sobre sociedades, que establecieron, entre otras medidas, una reinstauración (acompañada de un aumento) de los pagos mínimos a cuenta, en septiembre, y una reducción en el límite de compensación de bases impositivas negativas y una limitación en las deducciones destinadas

a evitar la doble imposición internacional, en diciembre. En el corto plazo, se espera que la inversión de las sociedades no financieras experimente crecimientos moderados, motivados por una prolongación de estos efectos, que, no obstante, tendrán una incidencia predominantemente transitoria, pues, en buena parte, comportan un mero adelantamiento de pagos en lugar de un aumento genuino de la carga tributaria. En un contexto favorable para la financiación ajena y de fortaleza de la demanda final, se espera que, tras desacelerarse en 2017, la inversión empresarial repunte con posterioridad.

Las exportaciones experimentaron en 2016 un comportamiento muy favorable, con un crecimiento que superó significativamente tanto al de los propios mercados como al de las exportaciones del conjunto del área, y al cual contribuyó la evolución positiva del componente de servicios turísticos (véase recuadro 7). En el período de proyección, las exportaciones han sido revisadas al alza en línea con los desarrollos favorables recientes, con las mayores ganancias de competitividad frente al resto del mundo con respecto a las previsiones anteriores y, sobre todo, con la valoración de que los mercados exteriores han evolucionado de modo favorable desde la fecha de cierre de la información relativa a este supuesto, que, como se ha indicado, es el 20 de febrero. Por lo que respecta al componente de turismo, la proyección de medio plazo asume que la porción del flujo reciente de visitantes extranjeros originada por la inseguridad en algunos destinos alternativos no experimentará aumentos adicionales a lo largo del período de proyección. Por su parte, como se ha apuntado, la proyección relativa a las importaciones incorpora la valoración de que comienza a advertirse cierta evidencia de que el ajuste competitivo que la economía ha acometido desde el inicio de la crisis habría empezado a poner en marcha un proceso de sustitución de producción extranjera por bienes y servicios nacionales, que todavía tendría, no obstante, una magnitud modesta.

La nación continuará registrando una capacidad de financiación frente al resto del mundo a lo largo del período de proyección. No obstante, este saldo superavitario de la economía española se reduciría, en 2017, en 0,2 pp de PIB con respecto al observado el año pasado, como consecuencia del encarecimiento del petróleo, hasta situarse en el 1,9 % del PIB. En los períodos posteriores, la capacidad de financiación se estabilizaría aproximadamente en ese nivel, en un contexto en el que un cierto empeoramiento adicional de la relación real de intercambio contrarrestaría el impacto de la contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento del producto.

En el mercado laboral, la proyección incorpora el mantenimiento de un elevado ritmo de generación de empleo, dando lugar a avances relativamente reducidos de la productividad aparente del trabajo, acordes con la experiencia histórica referida a los períodos de expansión de la economía española⁶. El esperado mantenimiento de crecimientos moderados de los salarios, en un

6 En el recuadro 5 se analiza el impacto potencial del incremento recientemente aprobado del salario mínimo.

contexto de repunte transitorio de la inflación en 2017, permitirá que siga observándose una evolución contenida de los costes laborales unitarios, lo que contribuirá al sostenimiento del proceso de creación de empleo. El avance de la ocupación resultará en descensos adicionales de la tasa de paro, cuyo nivel al final del horizonte de proyección se situaría en el entorno del 14 %.

El repunte que la inflación, medida por la tasa de variación interanual del IPC, viene mostrando desde la primavera de 2016 se ha acelerado en los últimos meses, hasta el 3 % en los meses de enero y febrero (véase recuadro 4). Estos desarrollos están motivados por la aceleración del componente energético, mientras que el ritmo de avance del IPSEBENE ha continuado evolucionando, como viene haciendo desde mediados de 2015, dentro de un estrecho rango, en torno a un nivel algo inferior al 1 %. Bajo los supuestos que subyacen a estas proyecciones (y, en particular, dada la senda esperada de precios del petróleo), las tasas de variación del componente energético habrían alcanzado ya sus niveles máximos, desacelerándose a partir de marzo. Además, se está asumiendo que, en línea con la experiencia histórica, la traslación del encarecimiento del crudo (y de la electricidad) a otros precios de la economía y a los salarios será modesta, de modo que el IPC no energético apenas se vería afectado. Con este trasfondo, se proyecta que el IPSEBENE repunte gradualmente desde el 1,1 % en 2017 al 1,8 % en 2019, como consecuencia del cierre paulatino de la brecha de producción y del progresivo repunte de los costes laborales unitarios. Por su parte, la tasa de variación del IPC general se aceleraría hasta el 2,2 % en el promedio de 2017, como consecuencia del comportamiento del componente energético, antes de desacelerarse hasta el 1,4 % y el 1,6 % en los dos años posteriores. La trayectoria esperada de los precios energéticos, con variaciones ligeramente negativas en 2018 y 2019 como consecuencia de la senda proyectada del precio del petróleo según las cotizaciones de los mercados de futuros, explica, además, la brecha positiva entre la inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, y la inflación general en la parte final del horizonte de proyección⁷.

Los riesgos que rodean a estas proyecciones de crecimiento del PIB se orientan predominantemente a la baja. Las fuentes de riesgo tendrían su origen, sobre todo, en el contexto exterior de la economía española. En particular, la favorable evolución reciente de los mercados financieros parece estar descontando el inicio de una fase de mayor crecimiento y de desaparición de los riesgos de deflación, que podría no estar plenamente fundamentada. En parte, la actual bonanza en los mercados refleja la expectativa de aplicación de una política fiscal expansiva en Estados Unidos, que, o bien podría no materializarse plenamente, o bien, a través de sus posibles interferencias con el proceso de normalización monetaria en ese país, podría dar lugar a una eventual reversión de los flujos recientes de entradas de capitales en las economías emergentes.

7 Además, esa diferencia es atribuible también, en parte, a la proyectada desaceleración del componente de alimentos no elaborados desde sus elevadas tasas actuales.

En este sentido, tras el pasado verano, ha comenzado a desarrollarse un proceso de elevación de las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana de los países desarrollados. Es demasiado prematuro identificar con suficiente concreción la naturaleza de esta reciente trayectoria alcista de los tipos de interés, y su alcance. En todo caso, un hipotético tensionamiento adicional en la curva de tipos, especialmente si tiene lugar de manera abrupta, podría ser una fuente de perturbaciones en los mercados financieros, que, en particular, condujera, como se ha apuntado, a una salida de flujos de capital de las economías emergentes más endeudadas en moneda extranjera, dañando la actividad en esos países y, por tanto, la demanda de las exportaciones españolas. Además, dados el elevado nivel de endeudamiento de nuestra economía y sus cuantiosas necesidades de financiación procedente del exterior, un eventual inicio de un ciclo alcista de tipos de interés podría incidir negativamente sobre las rentas y la fortaleza patrimonial de algunos agentes.

Además, recientemente se ha observado una intensificación de la propensión a la introducción de barreras proteccionistas en algunas economías desarrolladas. Una materialización de estas incipientes tendencias daría lugar a un efecto adverso sobre el comercio mundial, que podría resultar especialmente pernicioso para una economía, como la española, cuya recuperación se ha visto muy favorecida por la expansión de las exportaciones y que todavía se encuentra inmersa en un proceso de corrección de su desequilibrio exterior.

Adicionalmente, el grado de incertidumbre acerca de las posibles implicaciones de la salida del Reino Unido de la UE sigue siendo elevado, en un contexto en el que se desconocen la duración y el resultado de las negociaciones bilaterales. En este sentido, los datos más recientes apenas ofrecen indicios de un impacto negativo específico sobre la economía española de la depreciación de la libra, salvo por lo que respecta a las compras de viviendas por británicos, que experimentaron un debilitamiento en la segunda mitad de 2016. No obstante, no se puede descartar que la incertidumbre acerca de la forma final de la relación entre la UE y el Reino Unido, durante las negociaciones, o un hipotético efecto negativo sobre los volúmenes de las transacciones de bienes y servicios, tras su conclusión, den lugar a efectos adversos sobre las importaciones británicas procedentes de otros países europeos, que, en el caso de España, podrían verse reforzados por el elevado grado de exposición de las exportaciones de servicios turísticos y no turísticos⁸.

Por otro lado, las autoridades chinas se están enfrentando a un difícil equilibrio entre el sostenimiento de la actividad a través de la expansión crediticia y la reconducción de los elevados niveles de endeudamiento del sector privado financiero y no financiero. Una hipotética corrección desordenada de los desequilibrios a lo largo del horizonte de proyección podría poner en riesgo la estabilidad financiera en China y dar lugar a una corrección significativa

8 Véase el recuadro 5 en el «Informe trimestral de la economía española» del Banco de España de septiembre de 2016.

de la actividad en ese país, con efectos adversos para el conjunto de la economía global.

Finalmente, en el período reciente, la fragilidad del crecimiento de la actividad en algunos países del área del euro ha conducido a un cierto debilitamiento de la rentabilidad de determinadas instituciones financieras, que, de intensificarse o prolongarse excesivamente en el tiempo, podría comportar efectos adversos sobre su capacidad para la concesión de crédito y, eventualmente, sobre la estabilidad de algunas partes del sistema financiero europeo, con el consiguiente impacto negativo sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes.

Desde el punto de vista interno, en el pasado mes de noviembre se constituyó un nuevo Gobierno de la nación, tras un prolongado período de interinidad, reduciéndose así los riesgos asociados al potencial impacto negativo de la situación de provisionalidad del poder ejecutivo central sobre la actividad legislativa y, en particular, sobre el proceso presupuestario. En todo caso, tales incertidumbres no se han disipado por completo, dada la ausencia de una mayoría parlamentaria estable. En este sentido, debe recordarse que la mejora de las perspectivas de crecimiento de la actividad y del empleo de la economía española en el medio y largo plazo sigue requiriendo profundizar en distintas reformas estructurales. El retraso en la aplicación de estas reformas, o una hipotética reversión de las introducidas desde el inicio de la crisis, podría comportar efectos adversos sobre la confianza inversora en nuestra economía y dañar las perspectivas de crecimiento.

En el ámbito de la política fiscal, el ajuste pendiente para situar las finanzas públicas en una situación saneada es todavía significativo, a pesar del contexto actual de elevado ritmo de avance de la actividad y niveles reducidos de los tipos de interés, lo que ilustra la necesidad de retomar la senda de la consolidación presupuestaria, aprovechando las condiciones relativamente favorables actuales para reducir el déficit público estructural y la ratio de deuda pública sobre el PIB. Un plan presupuestario de esa naturaleza puede entrañar costes en términos de crecimiento económico a corto plazo. Sin embargo, es necesario para moderar los costes financieros futuros asociados a la deuda pública, reducir la vulnerabilidad de la economía ante un eventual endurecimiento de las

condiciones de financiación y restablecer una cierta capacidad de reacción de la política fiscal ante eventuales perturbaciones.

Por último, la evidencia histórica parece indicar que la magnitud de la traslación de las variaciones de precios del componente energético sobre otros precios de la economía y sobre los salarios sería, tanto en España como en la UEM, relativamente modesta. No obstante, debido al mayor grado de dependencia energética (véase recuadro 4) y a la presencia de cláusulas de indexación en los convenios colectivos (a pesar de su significativa reducción en los últimos años) (véase recuadro 5), la economía española puede ser más proclive que la de sus socios del área del euro a generar efectos inflacionarios indirectos y de segunda ronda sobre los precios de consumo y los salarios. Con este trasfondo, continúa siendo prioritario evitar el riesgo de que se produzca una traslación del reciente repunte inflacionario a los costes laborales y precios finales más pronunciada en España que en las demás economías de la Eurozona, pues ello daría pie a una reversión parcial de las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años.

En la esfera de la inflación, el balance de riesgos es asimismo moderadamente negativo. En el ámbito exterior, los riesgos a la baja emanan de una hipotética materialización de los eventos de ese mismo signo que se han identificado en el terreno de la actividad. Desde la perspectiva interna, la evidencia acumulada en los dos últimos años apunta a una persistente dificultad para que la disminución del grado de holgura cíclica en la economía se traslade a un comportamiento más dinámico de los precios, lo que sugiere la posibilidad de que el repunte esperado del IPSEBENE a lo largo del período de proyección como consecuencia del aumento adicional del grado de utilización de los recursos de la economía no se materialice en su totalidad. Por último, como se discute más arriba, un riesgo de signo opuesto sería la posibilidad de que la traslación de la subida reciente del precio del petróleo a los precios de otros bienes y servicios revistiera mayor intensidad que aquella a la que apunta la evidencia histórica. De manera más general, la reversión parcial a comienzos de marzo de la subida de precios del petróleo del pasado otoño, en un contexto de dudas acerca del comportamiento de los distintos oferentes en ese mercado, introduce un elemento adicional de incertidumbre sobre estas proyecciones de inflación.