



# Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017<sup>1</sup>

*Se proyecta que la recuperación económica de la zona del euro continúe a un ritmo más rápido de lo esperado anteriormente. Se prevé que durante el período abarcado por las proyecciones el PIB real se incremente en torno a un 1,8 % anual. La recuperación mundial prevista respaldará las exportaciones de la zona del euro, mientras que la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, los progresos realizados en el despalancamiento de todos los sectores y la continuación de la mejora del mercado de trabajo sostendrán la demanda interna durante el horizonte de proyección.*

*Se estima que la inflación medida por el IAPC mostrará un perfil en forma de V, alcanzando el 1,6 % en 2019. Aunque el considerable impacto al alza del componente energético del IAPC durante 2017 se reducirá en 2018 y 2019, el IAPC excluidos la energía y los alimentos mostrará un ascenso gradual a medida que se absorba la capacidad productiva sin utilizar.*

1

## Economía real

**Tras el elevado crecimiento observado en el primer trimestre de 2017, unos indicadores favorables a corto plazo sugieren que el impulso seguirá siendo sólido en el futuro inmediato.** Las condiciones del mercado de trabajo han seguido mejorando en los últimos meses, con un incremento de la población activa que ha aliviado los cuellos de botella en el crecimiento del empleo en algunos países de la zona del euro y un descenso del desempleo en la mayoría de los países de la zona. La confianza empresarial y de los consumidores, que ya era elevada, ha continuado mejorando durante los últimos meses en todos los sectores

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE o del Eurosistema no son aprobadas por el Consejo de Gobierno ni representan necesariamente sus puntos de vista sobre las perspectivas para la zona del euro. En la publicación titulada *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (BCE, julio de 2016), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos, como los relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio, fue el 16 de mayo de 2017 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 23 de mayo de 2017.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2017-2019. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013.

La versión electrónica de algunos de los cuadros y gráficos aquí presentados puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

y países, lo que apunta a que el dinamismo del crecimiento se mantendrá a corto plazo.

**En el período abarcado por las proyecciones, se espera que el PIB real crezca un 1,9 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.** Diversos factores favorables continuarán apoyando la demanda interna durante el período analizado. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía, y las expectativas de mercado sobre los tipos de interés futuros, reflejadas en los supuestos técnicos de este ejercicio de proyección, continúan en niveles bajos durante todo el período. Los préstamos a las sociedades no financieras siguen recuperándose, impulsados por los bajos tipos de interés, el aumento de la demanda de crédito y unas condiciones de oferta de crédito favorables. La mejora continuada en las condiciones del mercado de trabajo y la menor necesidad de desapalancamiento también están respaldando la demanda interna. Adicionalmente, se prevé que la recuperación económica mundial se afiance durante el horizonte de proyección, lo que reforzará las exportaciones de la zona del euro.

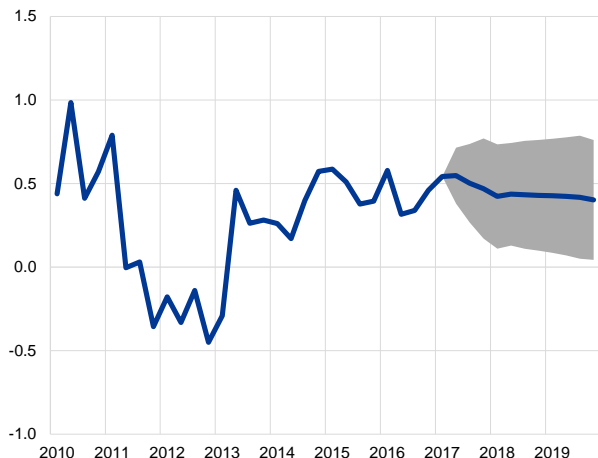
## Gráfico 1

### Proyecciones macroeconómicas<sup>1)</sup>

(datos trimestrales)

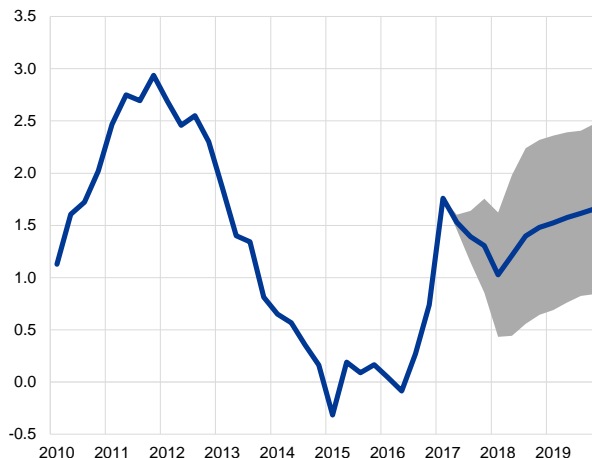
#### PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>

(variaciones intertrimestrales)



#### Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



1) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (BCE, diciembre de 2009), que puede consultarse en el sitio web del BCE.

2) Datos ajustados por días laborables.

**Se espera que la recuperación del consumo privado continúe, aunque a un ritmo algo más lento que en 2016.** La confianza de los consumidores ha seguido mejorando en todos los países en los últimos meses, situándose en niveles muy superiores a sus medias a largo plazo, como consecuencia del fortalecimiento de las expectativas económicas generales y de unas expectativas financieras individuales más favorables. Las perspectivas a corto plazo para el consumo privado también se ven apoyadas por las continuadas mejoras recientes en las condiciones del mercado de trabajo.

**Se prevé un repunte gradual del crecimiento de la renta nominal disponible durante el horizonte temporal considerado, aunque la subida de la inflación reducirá el poder adquisitivo real de los hogares.** La contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible aumentará durante el horizonte de proyección, respaldada por la mejora continuada del empleo y por un mayor crecimiento de la remuneración por asalariado. Se espera que el crecimiento de la renta real disponible se reduzca considerablemente en 2017, como reflejo principalmente del aumento proyectado de la inflación de los precios de la energía, y se recupere gradualmente más adelante.

**La mejora de las condiciones de financiación bancaria, reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE, debería sostener el crecimiento del consumo privado.** Aunque han afectado a los ingresos por intereses y a los pagos por intereses de los hogares, los bajos tipos de interés tienden a redistribuir los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Dada la propensión marginal al consumo típicamente mayor de estos últimos, esta redistribución debería apoyar adicionalmente el consumo privado agregado. Asimismo, los avances observados en el desapalancamiento también deberían respaldar el consumo.

**Una vez que remitan los efectos derivados de la subida de los precios del petróleo, se prevé que la tasa de ahorro se mantenga en general estable durante el horizonte de proyección.** Esta estabilidad general oculta factores de signo opuesto en los distintos países de la zona del euro. Las presiones a la baja proceden del descenso del desempleo, la mejora de las condiciones crediticias y los bajos tipos de interés, mientras que las presiones al alza resultan de la necesidad que aún subsiste de reducir el endeudamiento bruto y de la suavización del consumo en el contexto de la recuperación cíclica. En general, se proyecta que el crecimiento del consumo privado disminuya desde el 1,9 % en 2016 hasta el entorno del 1,5 % entre 2017 y 2019.

## Recuadro 1

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios de las materias primas

---

**En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, los supuestos técnicos incluyen unos precios del petróleo en dólares notablemente más bajos, una apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y unos tipos de interés a largo plazo inferiores.** Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 16 de mayo de 2017, fecha límite de recepción de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2017, del -0,2 % en 2018 y del 0,0 % en 2019. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,2 % en 2017, del 1,5 % en 2018 y del 1,8 %

en 2019<sup>2</sup>. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto plazo se mantienen en líneas generales sin cambios, si bien a largo plazo se han revisado a la baja entre 10 y 20 puntos básicos.

En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas al 16 de mayo, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent aumentará desde 44,0 dólares en 2016 hasta 51,6 dólares en 2017, y que permanecerá en torno a ese nivel en 2018 y 2019. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, esta trayectoria representa unos precios del petróleo en dólares un 8,6 %, un 9,1 % y un 7,9 % más bajos en 2017, 2018 y 2019 respectivamente. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares aumentarán notablemente en 2017 y algo más moderadamente en años posteriores<sup>3</sup>.

Los tipos de cambio bilaterales considerados en los supuestos permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 16 de mayo, fecha de cierre de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,08 dólares por euro en 2017 y de 1,09 dólares por euro entre 2018 y 2019, frente a los 1,07 dólares de las proyecciones de marzo de 2017. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) es un 0,6 % más alto en 2017 y aproximadamente un 1,0 % más alto en 2018 y 2019, que el incluido en los supuestos de marzo de 2017.

#### Supuestos técnicos

	Junio 2017				Marzo 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Precio del petróleo (en USD por barril)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

**Se espera que la recuperación de la inversión residencial siga adelante.** La inversión en vivienda repuntó con intensidad en 2016, apoyada por el fuerte crecimiento de la renta disponible y unas condiciones de financiación favorables.

<sup>2</sup> El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento a diez años de todos los bonos a la par de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte de proyección. Los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el período considerado.

<sup>3</sup> Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte de proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2018 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Siguen dándose las condiciones fundamentales para que la recuperación de la inversión residencial se prolongue. Las perspectivas favorables para la inversión residencial se evidencian en el incremento de los visados de obra nueva y en una mayor demanda de préstamos para adquisición de vivienda en un contexto de mejora de las condiciones de financiación bancaria. La positiva evolución de las perspectivas de ingresos y las condiciones de financiación sigue apoyando la continuación de la tendencia alcista en los mercados de la vivienda. No obstante, se prevé que el crecimiento de la inversión residencial pierda algo de impulso durante el horizonte de proyección, reflejando la desaparición del impacto de los incentivos fiscales en algunos países y unas tendencias demográficas desfavorables cuyos efectos adversos deberían hacerse evidentes a la larga.

**Se espera que la inversión empresarial avance en línea con la recuperación cíclica.** A medida que se fortalezca la demanda externa y surtan efecto las medidas fiscales adoptadas en algunos países, se espera que la inversión empresarial siga recuperándose. Diversos factores apoyarán esta recuperación: la confianza de las empresas ha continuado mejorando debido a las muy favorables expectativas de producción, al aumento de las carteras de pedidos y a una mejora en las expectativas de precios de venta; la utilización de la capacidad productiva ha seguido aumentando a principios de 2017 situándose por encima de los niveles medios anteriores a la crisis; se espera que las condiciones de financiación se endurezcan solo ligeramente durante el horizonte de proyección y sigan siendo muy favorables; existe la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión; y se espera que los indicadores de márgenes se fortalezcan en el contexto de abundancia de efectivo en el sector de las sociedades no financieras. Por otra parte, la importante recuperación de las cotizaciones bursátiles observada en los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han situado la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras en mínimos históricos. Sin embargo, algunos factores, como las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado y las limitaciones de la capacidad de intermediación de los bancos en algunos países, seguirán afectando negativamente a las perspectivas de inversión empresarial.

## Recuadro 2

### Entorno internacional

---

**La actividad económica mundial continuará recuperándose.** El crecimiento del PIB mundial se redujo ligeramente en el primer trimestre de 2017, pero los indicadores de confianza y las encuestas apuntan a una recuperación en los próximos meses. Las condiciones de financiación en las economías avanzadas siguen siendo favorables, respaldadas por políticas monetarias acomodaticias en dichas economías y por las expectativas de estímulo fiscal en Estados Unidos. Los mercados financieros de las economías emergentes también se han recuperado tras el resultado de las elecciones en Estados Unidos a finales de 2016. De cara al futuro, se espera una aceleración moderada de la actividad mundial. Las perspectivas para las economías avanzadas apuntan a una recuperación cíclica continuada a medida que sus brechas de producción se cierran gradualmente. En las economías emergentes, el crecimiento debería seguir siendo sólido en los países importadores de materias primas como India y China, mientras que en los exportadores de

materias primas la actividad debería comenzar a remontar tras recesiones profundas. Se prevé que la actividad mundial (excluida la zona del euro) aumente en un 3,5 % en 2017 y un 3,8 % en 2018 y 2019, sin variación con respecto al ejercicio de proyección anterior.

## Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Junio 2017				Marzo 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,2	3,5	3,8	3,8	3,1	3,5	3,8	3,8
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	0,9	4,4	3,8	3,9	1,2	3,4	3,7	3,8
Demanda externa de la zona del euro <sup>2)</sup>	1,3	3,7	3,4	3,5	1,6	2,8	3,4	3,5

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

2) Calculada como la media ponderada de las importaciones de los socios comerciales de la zona del euro.

**El comercio mundial aumentará gradualmente durante el horizonte abarcado por las proyecciones, tras registrar un fortalecimiento significativo en los últimos meses.** Se espera que el comercio mundial aumente en línea con la recuperación de la actividad mundial a medio plazo. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, la demanda externa de la zona del euro ha sido revisada al alza en 2017, debido fundamentalmente a que los datos recientes son mejores de lo previsto.

**La recuperación de la demanda mundial apoyará las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro.** Se estima que la demanda externa de la zona del euro cobró impulso en el segundo semestre de 2016 y a principios de 2017, debido al aumento de la demanda de importaciones en las economías avanzadas (principalmente Estados Unidos y Japón) y las economías emergentes (en particular, China, Rusia y Brasil). De cara al futuro, se proyecta que la demanda de importaciones se incremente tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y continúe siendo moderada en el Reino Unido. Se espera que el aumento de la demanda externa favorezca las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro durante el horizonte de proyección. Las importaciones desde países no pertenecientes a la zona del euro crecerán a un ritmo superior que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona y en consonancia con su elasticidad histórica respecto de la demanda total. Se proyecta que el superávit de la balanza por cuenta corriente se reduzca ligeramente durante el período analizado, debido en parte a la desaparición de anteriores efectos de la relación de intercambio relacionados con los precios del petróleo.

**Se espera que la brecha de producción negativa se cierre durante el horizonte de proyección.** Se estima que el crecimiento del producto potencial será ligeramente superior al 1 % durante el horizonte analizado, manteniéndose por tanto claramente por debajo del crecimiento del PIB real de en torno al 1,8 % proyectado. La debilidad de la dinámica del producto potencial obedece principalmente a una contribución muy reducida del capital tras un período prolongado de inversión históricamente baja. La contribución del trabajo mejorará debido al aumento de la tasa de actividad como resultado de anteriores reformas estructurales. Con todo, la contribución del trabajo seguirá siendo algo inferior a su media anterior a la crisis

como consecuencia del envejecimiento de la población. Se espera que la contribución de la productividad total de los factores solo sea ligeramente inferior a su nivel previo a la crisis.

**Las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro deberían seguir mejorando durante el horizonte de proyección.** Se espera que el empleo siga aumentando durante el período examinado, aunque perderá cierto impulso gradualmente. A corto plazo, esto obedece principalmente a la desaparición de algunos factores transitorios favorables al crecimiento del empleo. Durante el resto del horizonte temporal, se prevé que la escasez de oferta de mano de obra cualificada se agudice cada vez más en algunos países, lastrando el crecimiento del empleo y dando lugar a un incremento del número de horas trabajadas por persona ocupada. Esta evolución implica un repunte del crecimiento de la productividad del trabajo, debido a una mayor utilización del capital y del trabajo en el contexto de reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 8,3 % en 2019, pero continúe siendo superior a su nivel anterior a la crisis (7,5 % en 2007).

**En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, el crecimiento del PIB se ha revisado al alza.** La muy favorable confianza empresarial y de los consumidores, junto con el fortalecimiento de la demanda externa, sugieren un crecimiento a corto plazo ligeramente más intenso de lo anteriormente esperado. Más allá del corto plazo, los efectos alcistas derivados de los menores precios del petróleo, la bajada de los tipos de interés a largo plazo y la subida de las cotizaciones bursátiles, así como del fortalecimiento de la inversión y el consumo públicos, se verán atenuados solo parcialmente por los efectos a la baja derivados de la apreciación del tipo de cambio del euro.

## 2 Precios y costes

**La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 1,5 % en 2017. Posteriormente se reducirá al 1,3 % en 2018 y aumentará al 1,6 % en 2019.** El perfil en forma de V de la inflación general durante el período abarcado por las proyecciones obedece fundamentalmente a la evolución divergente del componente energético del IAPC y del IAPC excluidos la energía y los alimentos. Se espera que el componente energético del IAPC aumente con vigor en 2017 en comparación con 2016 y experimente una evolución más moderada a continuación, debido a la reciente subida de los precios del petróleo y al perfil relativamente plano de la curva de los futuros del petróleo. La contribución positiva del componente energético del IAPC a la inflación general, que se prevé que se sitúe en 0,4 puntos porcentuales en 2017, debería reducirse sustancialmente en los próximos dos años.

**Se espera que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumente gradualmente durante el horizonte temporal considerado.**

El principal factor del fortalecimiento esperado del IAPC excluidos la energía y los alimentos es el aumento de los costes laborales unitarios, a medida que la recuperación avance y se consolide. Un determinante de esta evolución es la

disminución esperada de la holgura en el mercado de trabajo, que debería impulsar el crecimiento de los salarios. Asimismo, se espera que factores que habían frenado el crecimiento salarial en los últimos años, como la necesidad de recuperar competitividad de precios en algunos países, desaparezcan gradualmente, lo que debería proporcionar un respaldo adicional al repunte previsto de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado. El aumento de los costes laborales unitarios será ligeramente inferior al crecimiento de los salarios en el horizonte temporal considerado. También se espera que la recuperación de los precios del petróleo desde principios de 2016 acentúe indirectamente en alguna medida las presiones alcistas sobre los costes a través del aumento de los costes de producción y sus repercusiones en los salarios nominales dados los habituales desfases en la transmisión.

**Las presiones externas sobre los precios ya no frenarán los precios de consumo de la zona del euro durante el horizonte de proyección.** Tras cuatro años de descensos en los precios de importación, se espera que la tasa de variación interanual de dichos precios vuelva a ser positiva en 2017. Este cambio es debido principalmente a la recuperación de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas desde 2016. La posterior suavización de las tasas de variación de los precios de importación refleja igualmente la moderación de la evolución de los precios de las materias primas. Aparte de los precios de las materias primas, con carácter más general se espera que las presiones inflacionistas aumenten gradualmente a nivel mundial. Se prevé que los costes de producción mundiales se incrementen progresivamente a medida que se reduce la holgura en la economía mundial. Sin embargo, el nivel aún elevado de capacidad productiva sin utilizar y la intensa competencia de los países de costes bajos atenuarán las presiones sobre los precios a escala mundial.

**Se considera que la mejora de las condiciones del mercado de trabajo será el principal determinante del aumento de las presiones internas de costes en los próximos años.** Se proyecta que la remuneración por asalariado se incrementará desde el 1,7 % en 2017 hasta el 2,4 % en 2019. La menor holgura en el mercado de trabajo de la zona del euro y la creciente escasez de mano de obra en algunas partes de la zona se consideran factores importantes de esta recuperación del crecimiento de los salarios. Asimismo, cabe esperar que el notable repunte reciente de la inflación se traduzca en incrementos más elevados de los salarios nominales en países de la zona del euro cuyos procesos de formación de los salarios incluyen componentes de precios retrospectivos. Este efecto podría ser más relevante a partir de 2018, ya que para 2017 ya se han cerrado la mayoría de las negociaciones salariales en varios países. Sin embargo, este efecto puede aún ser débil, ya que se limita a países en los que la indexación (implícita) de los salarios está vinculada a la inflación general y se ve moderado por países que han reducido su grado de indexación salarial a la inflación en los últimos años. El fortalecimiento esperado de la mejora de la productividad durante el horizonte de proyección debería proporcionar cierto impulso adicional al crecimiento de los salarios. Por otro lado, algunos factores que frenan el crecimiento de los salarios deberían desaparecer durante el período examinado. Dichos factores incluyen, por ejemplo, la deflación salarial embalsada debido a las notables rigideces a la baja de los salarios



nominales durante la crisis. También se espera que dejen de aplicarse medidas para reducir las cotizaciones sociales y para moderar los salarios públicos en algunos países.

**Se prevé que los márgenes de beneficio sigan creciendo durante el horizonte de proyección a un ritmo ligeramente más sólido que el observado recientemente.**

A medida que el efecto moderador sobre los márgenes procedente del reciente encarecimiento del petróleo desaparezca, se espera que los márgenes aumenten a un ritmo algo más rápido que en los últimos trimestres, favorecidos por la continuada recuperación de la economía. Sin embargo, es probable que la expansión de los márgenes se vea ligeramente atenuada durante el horizonte temporal considerado por los aumentos previstos del crecimiento de los costes laborales unitarios y de las presiones competitivas mundiales.

**En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.**

Unos precios del petróleo más bajos de lo considerado en marzo de 2017 implican una revisión a la baja del componente energético del IAPC para 2017 y 2018. Similarmente, los precios de los alimentos se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos también se ha revisado a la baja para 2018 y 2019. Esta revisión refleja en parte los efectos indirectos de los menores precios del petróleo y el ligero fortalecimiento del tipo de cambio del euro, pero también unas menores perspectivas de las presiones subyacentes sobre los costes y los precios en varias economías de la zona del euro.

### 3 Perspectivas de las finanzas públicas

**Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral de 2017 a 2019.** Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Se considera que el impacto tanto de los factores no discrecionales como de las medidas discrecionales es neutral durante todo el período examinado.

**En el horizonte de proyección, el déficit presupuestario y las ratios de deuda de las Administraciones Públicas se situarán en una senda descendente.**

La mejora del saldo presupuestario es debida a un nuevo descenso de los pagos por intereses en el horizonte analizado y a la mejora del componente cíclico, que compensan con creces un ligero deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. La reducción gradual de la deuda pública durante el período examinado se debe al diferencial favorable entre el crecimiento y los tipos de interés<sup>4</sup> y a los superávits primarios previstos.

---

<sup>4</sup> El diferencial se calcula como la diferencia entre el tipo de interés nominal efectivo de la deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

**En comparación con las proyecciones publicadas en marzo de 2017, las perspectivas de déficit presupuestario y ratios de deuda prácticamente no se han revisado.**

**Cuadro 1**

**Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro<sup>1)</sup>**

(tasas de variación interanual)

	Junio 2017				Marzo 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6 - 2,2] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,8] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>2)</sup>		[1,5 - 2,1] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,7] <sup>2)</sup>
Consumo privado	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Consumo público	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Formación bruta de capital fijo	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Exportaciones <sup>3)</sup>	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Importaciones <sup>3)</sup>	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Empleo	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Tasa de desempleo (% de la población activa)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
IAPC	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4 - 1,6] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>		[1,4 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>
IAPC excluida la energía	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
IAPC excluidos la energía y los alimentos	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>4)</sup>	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Costes laborales unitarios	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Remuneración por asalariado	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Productividad del trabajo	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

1) El PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables.

2) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (BCE, diciembre de 2009), que puede consultarse en el sitio web del BCE.

3) Incluido el comercio interno de la zona del euro.

4) El subíndice se basa en estimaciones del impacto de los impuestos indirectos. Puede diferir de los datos de Eurostat, que asumen una transmisión plena e inmediata del impacto impositivo en el IAPC.

5) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de medidas temporales adoptadas por los Gobiernos (para más detalles sobre el enfoque del SEBC, véanse *Working Paper Series*, n.º. 77, BCE, septiembre de 2001, y *Working Paper Series*, n.º. 579, BCE, enero de 2007). La proyección del saldo estructural no se obtiene a partir de una medida agregada de la brecha de producción. Según la metodología del SEBC, los componentes cíclicos se calculan por separado para diferentes partidas de ingresos y gastos. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas» en el Boletín Mensual del BCE de marzo de 2012 y el recuadro titulado «El saldo estructural como indicador de la posición presupuestaria subyacente» en el Boletín Mensual del BCE de septiembre de 2014.

### Recuadro 3

#### Análisis de sensibilidad

---

**Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales.** Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de los supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a algunos supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

#### 1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

**Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran un riesgo de que estos sean mayores durante el horizonte de proyección de lo que sugieren los futuros.** Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo en que se basan las proyecciones de referencia, elaborados a partir de información de los mercados de futuros, prevén un perfil bastante plano de dichos precios, oscilando el barril de Brent en torno a 51,5 dólares estadounidenses hasta el final de 2019. Esta trayectoria es coherente con una recuperación moderada de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado al afianzamiento de la recuperación económica mundial. La reciente prolongación del acuerdo de la OPEP no ha dado lugar, por el momento, a un desplazamiento al alza de la curva de futuros del petróleo, probablemente debido al nivel de reservas, que está próximo a su máximo histórico, al posible aumento de la producción de petróleo no convencional y a las preocupaciones por que algunos de los principales productores puedan desviarse del acuerdo. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del Eurosistema<sup>5</sup> para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugiere actualmente una trayectoria de dichos precios más dinámica que la contemplada en los supuestos técnicos. La materialización de una trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo se encarecieran un 7,2 % respecto al escenario de referencia para 2019, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento más rápido de la inflación medida por el IAPC (de 0,1 puntos porcentuales en 2018 y 0,2 puntos porcentuales en 2019).

#### 2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

**Este análisis de sensibilidad investiga, a efectos ilustrativos, el impacto de una trayectoria del tipo de cambio del euro más débil que en el escenario de referencia.** Los riesgos de depreciación del tipo de cambio del euro proceden principalmente de una divergencia mayor de la esperada de la orientación de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. En particular, un aumento del tipo de referencia de los fondos federales en Estados Unidos más rápido de lo previsto podría ejercer presiones a la baja adicionales sobre el euro. Esto podría deberse, en particular, a un aumento de las expectativas de inflación en Estados Unidos en un entorno de políticas fiscales expansivas y tensiones en el mercado de trabajo una vez que disminuya la incertidumbre sobre las políticas del nuevo Gobierno de Estados Unidos. La trayectoria alternativa del tipo de cambio del euro se basa en el percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense el 16 de mayo de 2017. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro

---

<sup>5</sup> Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», Boletín Económico, nº. 4, BCE, 2015.

frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,06 en 2019, que es aproximadamente un 3 % inferior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Este supuesto se traduce en una divergencia gradual a la baja del tipo de cambio efectivo del euro de hasta un 1,8 % por debajo del escenario de referencia en 2019. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a un incremento de 0,1 y 0,2 puntos porcentuales tanto de la inflación medida por el IAPC como del crecimiento del PIB en 2018 y 2019 respectivamente.

#### Recuadro 4

##### Previsiones de otras instituciones

**Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro.** Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

**Como se indica en el cuadro, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC se sitúan, en términos generales, dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema (que figuran entre corchetes).**

Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Junio 2017	1,9 [1,6 - 2,2]	1,8 [0,8 - 2,8]	1,7 [0,6 - 2,8]	1,5 [1,4 - 1,6]	1,3 [0,6 - 2,0]	1,6 [0,7 - 2,5]
Comisión Europea	Mayo 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OCDE	Junio 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Barómetro de la zona del euro	Mayo 2017	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2017	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Abril 2017	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
FMI	Abril 2017	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Fuentes: Previsiones Económicas Europeas de primavera de 2017 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2017; Economic Outlook de la OCDE, junio de 2017; Consensus Economics Forecasts, mayo de 2017; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, mayo de 2017; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, abril de 2017.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2017

Dirección postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

ISSN 2529-4695 (pdf)  
Número de catálogo UE QB-CF-17-001-ES-N (pdf)