



Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018¹

El crecimiento del PIB real se debilitó inesperadamente en el tercer trimestre de 2018 debido, en parte, a cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles. Aunque los datos recientes indican una evolución más débil de lo previsto, la fabricación de automóviles se ha recuperado en los últimos meses y los factores fundamentales que apoyan la expansión en la zona del euro siguen en general presentes. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento se recuperará a corto plazo. Estas perspectivas reflejan el impacto de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, la mayor solidez de los balances y cierta relajación de las políticas fiscales. La moderación del crecimiento del PIB real, desde un 1,9 % en 2018 hasta un 1,5 % en 2021, obedece principalmente a una mayor escasez de mano de obra en algunos países y a unas condiciones financieras algo menos favorables durante el horizonte de proyección. Se espera que la inflación medida por el IAPC haya alcanzado un máximo del 2,1 % en el tercer trimestre de 2018 y toque fondo en el 1,4 % a finales de 2019, antes de volver a aumentar gradualmente hasta el 1,8 % en 2021. Este perfil refleja un acusado descenso del componente energético de la inflación medida por el IAPC desde sus elevadas tasas actuales durante 2019, como resultado de la desaparición gradual del impacto de las fuertes subidas anteriores de los precios del petróleo, mientras que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumentará en un contexto de expansión económica continuada y tensiones en los mercados de trabajo.

¹ 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 los tipos de cambio, fue el 21 de noviembre de 2018 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 28 de noviembre de 2018.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2018-2021. 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» publicado en el *Boletín Mensual* del BCE de mayo de 2013.

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

1 Economía real

La expansión económica se debilitó en el tercer trimestre en comparación con la primera mitad de 2018. La desaceleración del crecimiento del PIB real desde el 0,4 % registrado en los dos primeros trimestres de 2018 hasta el 0,2 % en el tercero se debió en parte al retraso de algunos fabricantes de automóviles en la adaptación al nuevo Procedimiento de Ensayo de Vehículos Ligeros Armonizado a Nivel Mundial (WLTP), lo que les hizo reducir drásticamente su producción. Este fue especialmente el caso de Alemania, donde la fabricación de vehículos disminuyó sustancialmente, contribuyendo en gran medida al descenso de su PIB real en el tercer trimestre de 2018. El crecimiento del PIB real en otros países también se redujo notablemente en el tercer trimestre debido a la desaceleración de la demanda interna.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación anual)

	Diciembre 2018				Septiembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB real	1,9	1,7	1,7	1,5	2,0	1,8	1,7
	[1,8 - 2,0] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[0,5 - 2,5] ²⁾	[1,8 - 2,2] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumo privado	1,4	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7	1,6
Consumo público	1,1	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Formación bruta de capital fijo	3,5	3,3	2,6	2,1	4,0	3,2	2,9
Exportaciones ³⁾	2,8	3,5	3,8	3,4	3,1	3,8	3,6
Importaciones ³⁾	2,7	4,2	4,2	3,6	3,5	4,5	3,9
Empleo	1,4	0,9	0,8	0,6	1,4	0,9	0,8
Tasa de desempleo (% de la población activa)	8,2	7,8	7,5	7,1	8,3	7,8	7,4
IAPC	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
	[1,8 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,1] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾	[0,9 - 2,7] ²⁾	[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾
IAPC excluida la energía	1,3	1,5	1,7	1,8	1,3	1,6	1,8
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁴⁾	1,0	1,4	1,6	1,8	1,1	1,5	1,8
Costes laborales unitarios	1,7	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,7
Remuneración por asalariado	2,2	2,1	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7
Productividad del trabajo	0,5	0,8	0,9	0,9	0,6	0,9	1,0
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁵⁾	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	84,9	83,0	80,9	79,0	84,8	82,8	80,6
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,0	2,7	2,6	2,5	3,2	2,8	2,8

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

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), disponible 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 al 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 los documentos *Working Paper Series*, nº 77 (BCE, septiembre de 2001) y *Working Paper Series*, nº 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.

Las proyecciones consideran que el debilitamiento en el tercer trimestre de 2018 es fundamentalmente transitorio y que el crecimiento se recuperará a continuación.

El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción continuó reduciéndose en octubre y noviembre, y los indicadores de confianza de la Comisión Europea también empeoraron en los últimos meses, si bien se mantienen por encima de sus medias de largo plazo, lo que hace presagiar un crecimiento solo moderado en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, los datos más recientes sobre fabricación de automóviles en Alemania ponen de manifiesto la naturaleza temporal de la desaceleración, y se espera que la fabricación de automóviles continúe recuperándose hasta niveles normales en los próximos meses. En general, las proyecciones consideran que el debilitamiento en el tercer trimestre de este año es fundamentalmente transitorio y que el crecimiento se recuperará a continuación. Cabe destacar que este perfil es en general compatible con la información procedente de indicadores adelantados como EuroCOIN y Conference Board Leading Economic Index.

A medio plazo, se mantienen las variables fundamentales para una expansión continuada.

Se espera que diversos factores favorables continúen sosteniendo la demanda interna. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía. El crédito al sector privado sigue aumentando de forma generalizada en todos los países de la zona del euro, impulsado por unos tipos de interés aún bajos, aunque algo más elevados, y por unas favorables condiciones de financiación bancaria tanto para los hogares como para las sociedades no financieras. Las menores necesidades de desapalancamiento en todos los sectores también contribuirán al dinamismo del gasto privado. Se espera que la relajación de las políticas fiscales en el conjunto de la zona del euro tenga un impacto ligeramente expansivo. El avance del consumo privado y de la inversión residencial también debería beneficiarse de las sólidas condiciones de los mercados de trabajo y del incremento de la riqueza real neta. Al mismo tiempo, la inversión empresarial continuará creciendo en un contexto de mayores beneficios, elevada utilización de la capacidad productiva y probable inversión en procesos que ahorren mano de obra en un entorno de creciente escasez de esta. Se espera que las exportaciones de la zona del euro se beneficien de la actual expansión de la actividad mundial y del consiguiente crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro.

No obstante, el crecimiento del PIB real se ralentizará ligeramente durante el horizonte de proyección, a medida que vayan desapareciendo algunos factores favorables.

En comparación con el sólido crecimiento del comercio mundial observado en 2017 y principios de 2018, se espera que el apoyo de la demanda exterior sea más débil y que las condiciones financieras sean algo menos favorables durante el horizonte de proyección. El crecimiento del empleo se ralentizará sustancialmente durante el período analizado, debido fundamentalmente a la agudización de la escasez de mano de obra en algunos países. Se espera que el crecimiento de la inversión empresarial se debilite en un contexto de menor crecimiento general de la demanda, endurecimiento de las condiciones de financiación, desaparición de los incentivos fiscales y cambios estructurales, como

los factores demográficos adversos. El crecimiento de la inversión en vivienda también se verá afectado negativamente por factores demográficos.

El crecimiento de la renta real disponible cobrará fuerza en 2019 como resultado del aumento de las transferencias fiscales y se debilitará a partir de 2020.

Se proyecta que la contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible disminuya ligeramente en 2019 debido a un crecimiento más débil del empleo. La contribución de los salarios brutos se mantendrá en general estable después de 2019, debido a que el impacto de la desaceleración del empleo se verá compensado por un mayor crecimiento de los salarios nominales. Las rentas distintas de las del trabajo crecerán más moderadamente en 2019 y cobrarán más dinamismo durante el resto del período de proyección, en consonancia con los beneficios. Como resultado de una combinación de rebajas de impuestos directos y aumentos de las transferencias a los hogares, la contribución de las transferencias fiscales netas volverá a ser positiva en 2019, por primera vez desde 2010, en todos los grandes países de la zona del euro, y pasará a ser prácticamente neutral en 2020 y ligeramente negativa en 2021, en el contexto de una disminución de las transferencias a los hogares y de un incremento gradual de los impuestos directos. En general, se espera que el crecimiento de la renta real disponible cobre fuerza en 2019 y experimente un debilitamiento en 2020 y 2021, acentuado por el proyectado aumento de la inflación de los precios de consumo. Asimismo, su composición será menos favorable al gasto de los hogares, ya que la renta disponible se verá impulsada en mayor medida por los salarios que por el empleo, dado que el consumo suele reaccionar con algo más de intensidad a las variaciones del empleo.

Se proyecta que el consumo privado cobre algo de dinamismo a corto plazo.

Se estima que en el tercer trimestre de 2018 el consumo privado se ha visto frenado por importantes cuellos de botella en la fabricación de automóviles que han provocado retrasos en las entregas. Los aún favorables niveles de confianza de los consumidores, las esperadas nuevas mejoras en los mercados de trabajo y el aumento de la remuneración real por asalariado sugieren que el crecimiento del consumo será más sólido en los próximos trimestres, apoyado también por el efecto positivo de la relajación fiscal en algunos países.

Las favorables condiciones de financiación bancaria, reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE y por los progresos logrados en el desapalancamiento, deberían respaldar el crecimiento del consumo privado.

Se proyecta que los tipos de interés del crédito bancario aumenten moderadamente durante el período considerado. No obstante, la subida de dichos tipos tendrá un impacto limitado sobre los pagos brutos de intereses debido a los largos vencimientos de la deuda de los hogares y al porcentaje relativamente bajo de préstamos a tipo variable en los balances de los hogares. Pese a este incremento, se espera que los pagos brutos de intereses se mantengan en niveles bajos y continúen apoyando, por tanto, el consumo privado. Asimismo, la riqueza real neta seguirá aumentando, aunque a un ritmo algo más lento que en los últimos años. Junto con los avances logrados en el desapalancamiento, el aumento de la riqueza

real neta también debería respaldar el consumo, aunque el endeudamiento bruto de los hogares continúe en niveles anteriores a la crisis financiera mundial.

Se espera que la tasa de ahorro de los hogares aumente gradualmente hacia niveles históricamente más normales durante el período analizado. Esta normalización es reflejo de la expansión cíclica actual y del cambio en la composición del crecimiento de la renta. Asimismo, se espera que los hogares incrementen su ahorro como consecuencia de las rebajas de los impuestos directos y de un aumento temporal de las transferencias públicas.

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 septiembre de 2018, los supuestos técnicos incluyen un tipo de cambio efectivo del euro más débil, unos precios del petróleo en dólares estadounidenses más bajos y unos tipos de interés a largo plazo ligeramente más altos. 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 21 de noviembre de 2018, 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 2019, el 0,0 % en 2020 y el 0,3 % en 2021. 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 1,4 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,9 % en 2021². En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto plazo se han revisado a la baja en 4 puntos básicos para 2019 y 2020, mientras que las referidas a los tipos de interés a largo plazo se han revisado al alza en 13 puntos básicos para 2019 y en 15 puntos básicos para 2020.

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 21 de noviembre de 2018, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent descenderá desde 71,8 dólares en 2018 hasta 67,5 dólares en 2019, y que seguirá reduciéndose hasta 65,9 dólares en 2021. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, esta trayectoria representa un incremento de los precios del petróleo en dólares del 0,4 % en 2018, y un descenso del 5,8 % en 2019 y del 3,2 % en 2020. Se estima que los precios en dólares de las materias primas no energéticas en 2019 serán ligeramente más bajos que en 2018 y que se recuperarán durante el resto del período analizado³.

² El supuesto relativo al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media de los rendimientos de los bonos 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 de la zona del euro se consideran constantes durante el período analizado.

³ 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 temporal de las proyecciones. Los supuestos relativos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el cuarto trimestre de 2019 y, posteriormente, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 21 de noviembre de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,18 dólares estadounidenses por euro en 2018 y de 1,14 dólares por euro entre 2019 y 2021, prácticamente sin variación respecto a las proyecciones de septiembre de 2018. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) es un 0,5 % inferior al considerado en las proyecciones de septiembre de 2018.

Supuestos técnicos

	Diciembre 2018				Septiembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	0,0	0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,1	1,4	1,7	1,9	1,1	1,3	1,6
Precio del petróleo (en USD por barril)	71,8	67,5	66,8	65,9	71,5	71,7	69,0
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	3,0	-1,4	4,4	4,3	1,9	-2,6	4,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,18	1,14	1,14	1,14	1,18	1,14	1,14
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	5,2	0,0	0,0	0,0	5,1	0,6	0,0

Se espera que la expansión de la inversión residencial continúe, aunque a un ritmo más moderado. El crecimiento de la inversión residencial parece haber alcanzado un máximo a principios de 2018 y haber perdido impulso en los trimestres siguientes. Este debilitamiento, comparado con el auge de los mercados de la vivienda en 2016 y 2017, es reflejo fundamentalmente de las crecientes restricciones de oferta, en particular de la escasez de mano de obra, en algunos países. Siguen dándose las condiciones básicas para que la inversión residencial continúe aumentando durante el horizonte analizado y las encuestas indican que cada vez más hogares planean adquirir o construir una vivienda en los próximos dos años, o realizar reformas. Sin embargo, en línea con la desaceleración gradual esperada de la renta real disponible y el ligero endurecimiento previsto de las condiciones de financiación, se espera una moderación de dicha expansión. Tal moderación también podría derivarse de la agudización de las limitaciones de capacidad en la construcción y de unas tendencias demográficas adversas en algunos países.

La inversión empresarial seguirá recuperándose durante el horizonte de proyección, aunque a un ritmo cada vez menor a partir de 2019. Se estima que la inversión empresarial experimentó un rápido crecimiento durante 2018, incrementando su aportación al PIB real de la zona del euro hasta los niveles máximos alcanzados antes de la crisis. De cara al futuro, además de unas perspectivas de demanda en general favorables, diversos factores continuarán apoyando la inversión empresarial: la confianza de las empresas, aunque algo más débil que a principios de 2018, sigue por encima de sus niveles medios, respaldada por las favorables expectativas de producción y de carteras de pedidos; la utilización de la capacidad productiva continúa muy por encima de su media de largo plazo y

un elevado porcentaje de empresas manufactureras menciona la falta de bienes de equipo como un factor que limita la producción; las condiciones de financiación seguirán siendo muy propicias, aunque se endurecerán gradualmente a lo largo del horizonte de proyección; los beneficios aumentarán en un contexto de liquidez ya abundante en el sector de sociedades no financieras; y las empresas podrían invertir más para compensar las restricciones de oferta de mano de obra. Por otra parte, la ratio de apalancamiento de las sociedades no financieras ha disminuido en los últimos años debido a la recuperación de las cotizaciones bursátiles, la continuada acumulación de activos y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda, si bien el endeudamiento bruto consolidado aún permanece por encima de los niveles anteriores a la crisis. Asimismo, la gradual pérdida de impulso de la inversión empresarial durante el horizonte considerado refleja la desaceleración general de la demanda interna y externa, así como aumentos de los tipos de interés de los créditos concedidos a las sociedades no financieras. Por último, la supresión esperada de los incentivos fiscales especiales y los efectos negativos de ciertos cambios estructurales (como los factores demográficos adversos) afectarán a la inversión empresarial a medio plazo.

Recuadro 2

Entorno internacional

Aunque la actividad mundial ha mantenido su fortaleza hasta la fecha, comienzan a observarse señales de desaceleración. La economía mundial prosiguió su avance a un ritmo estable en el segundo trimestre de 2018, y los datos del crecimiento en el tercer trimestre en Estados Unidos y el Reino Unido aún apuntan a una actividad sólida, pese a la contracción del producto en Japón debida en gran medida a factores temporales relacionados con desastres naturales. Entre las economías emergentes, la actividad se mantuvo en China, mientras que la estabilización del clima económico en Turquía y la consiguiente apreciación de la lira apuntan a una contracción algo menos pronunciada de lo esperado anteriormente.

A corto plazo, se espera que el dinamismo cíclico global apoye la actividad mundial. Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y del considerable estímulo fiscal en Estados Unidos. La anterior subida de los precios del petróleo también ha contribuido a estabilizar la inversión en muchas economías exportadoras de esta materia prima. Sin embargo, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han agudizado y la incertidumbre sobre el futuro de las relaciones comerciales continúa siendo elevada, lo que lastra la actividad mundial. Las preocupaciones en relación con el comercio internacional, la progresiva normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas y la incertidumbre sobre las políticas han dado lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras en los meses de verano, especialmente en algunas economías emergentes. Aunque los riesgos mundiales parecen haberse estabilizado recientemente, los inversores financieros siguen discriminando a las economías emergentes con desequilibrios significativos, grandes necesidades de financiación externa y un margen limitado para recibir el apoyo de las políticas.

De cara al futuro, el crecimiento mundial se mantenga estable. Por un lado, esto refleja la proyectada ralentización cíclica de las economías avanzadas y la transición de China a una senda de menor crecimiento. Las brechas de producción negativas se han cerrado o se están cerrando en la mayoría de las economías avanzadas y el respaldo de las políticas disminuirá gradualmente.

Asimismo, aunque se asume que la actual relación comercial entre el Reino Unido y la UE-27 continuará hasta finales de 2020, la hipotética transición a una nueva relación comercial a partir de 2021 afectará al crecimiento del Reino Unido en alguna medida. Por otro lado, las perspectivas de la actividad mundial también reflejan la recuperación prevista en varias economías emergentes durante el horizonte considerado, especialmente en aquellas que se han visto afectadas negativamente por las recientes perturbaciones en los mercados financieros. En general, se proyecta que el crecimiento mundial (excluida la zona del euro) se sitúe en el 3,8 % en 2018 y descienda hasta el 3,6 % en 2021.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado a la baja. Estas revisiones a la baja reflejan el debilitamiento de las perspectivas para las economías emergentes, mientras que las perspectivas de actividad en las economías avanzadas se mantienen prácticamente sin variación.

Entorno internacional

(tasas de variación anual)

	Diciembre 2018				Septiembre 2018		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,8	3,5	3,6	3,6	3,9	3,7	3,7
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	5,1	3,5	3,6	3,6	4,6	3,9	3,8
Demanda exterior de la zona del euro ²⁾	4,3	3,1	3,5	3,4	4,1	3,6	3,6

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.

Se proyecta que el comercio mundial pierda vigor en 2019 a medida que madure el ciclo económico mundial y los nuevos aranceles afecten al comercio, especialmente en Estados Unidos y China. A medio plazo, las proyecciones relativas al comercio están ancladas en torno a la percepción de que las importaciones mundiales aumentarán básicamente en consonancia con la actividad mundial. En general, se espera que la demanda exterior de la zona del euro se incremente un 4,3 % en 2018 y se ralentice hasta el 3,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2018 debido a su mayor dinamismo en la primera mitad de 2018. Las revisiones a la baja en 2019 y 2020 se deben, en parte, al impacto mecánico del aumento de los aranceles bilaterales en Estados Unidos y China y, en menor medida, al ligero debilitamiento de la actividad mundial.

Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crecerán más rápido que la demanda exterior a corto plazo y al mismo ritmo que esta más adelante. Se espera que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crezcan algo más rápido que la demanda exterior en 2019, lo que implica cierta ganancia de cuota de mercado a corto plazo debido a la mejora de la competitividad de precios en todos los países de la zona del euro (en un contexto de aumento de los precios de exportación más lento que en los países competidores). A medio plazo, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crecerán al mismo ritmo que la demanda exterior. Las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se beneficiarán de una evolución positiva de la demanda y, en los próximos trimestres, del fortalecimiento del euro. Se proyecta que la contribución de

la demanda exterior neta al crecimiento económico sea prácticamente neutral durante el horizonte considerado, tras una pequeña contribución positiva en 2018.

El crecimiento del empleo se reducirá como consecuencia de la ralentización de la actividad y se espera que la escasez de mano de obra se intensifique en algunos países. El crecimiento del empleo se ralentizó en el tercer trimestre de 2018, tras registrar tasas de crecimiento trimestral del 0,4 % en el primer semestre del año, como reflejo de la desaceleración de la actividad desde principios de 2018. Las encuestas prospectivas sugieren que el empleo continuará creciendo a corto plazo, aunque en 2019 se verá frenado por recortes de empleo público, por la esperada introducción de un esquema de jubilación anticipada y por los despidos esperados como resultado del aumento del salario mínimo en algunos países. Esencialmente, se proyecta que el crecimiento del empleo pierda algo de impulso durante el horizonte de proyección, fundamentalmente en línea con la ralentización de la actividad.

La población activa aumentará, aunque a un ritmo moderado, durante el horizonte de proyección. Ello se deberá a la proyectada inmigración neta de trabajadores, a la esperada integración de los refugiados y al actual aumento de las tasas de participación en el mercado de trabajo. Sin embargo, el impacto de estos factores desaparecerá gradualmente durante el horizonte de proyección y el efecto negativo del envejecimiento de la población, debido a que las cohortes de más edad que dejarán de formar parte de la población activa superarán en número a las cohortes más jóvenes que pasarán a integrarla, será cada vez mayor.

Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 7,1 % en 2021. Esta tasa descendió hasta el 8,1 % en el tercer trimestre de 2018, el nivel más bajo observado desde finales de 2008. Más adelante, se prevé que el número de desempleados siga disminuyendo considerablemente, acercándose al mínimo anterior a la crisis.

La productividad del trabajo se recuperará durante el horizonte de proyección, en línea con su patrón cíclico. Tras cobrar un fuerte impulso en 2017, la productividad del trabajo se estancó en términos intertrimestrales en los tres primeros trimestres de 2018, debido al inesperado debilitamiento de la actividad. De cara al futuro, la mencionada desaceleración del empleo, la creciente utilización del capital en el contexto de un descenso de la capacidad productiva no utilizada, el aumento del número de horas trabajadas por persona empleada y ciertas mejoras de la productividad total de los factores apuntan a un mayor crecimiento de la productividad del trabajo durante el horizonte de proyección, aunque a una tasa ligeramente inferior a la media del 1,0 % registrada antes de la crisis.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019. Ello refleja una evolución más débil en el tercer trimestre de 2018 y un menor efecto de arrastre en 2019. Al mismo tiempo, aunque en 2019 y 2020 la actividad se verá frenada por unos tipos de interés de los préstamos a largo plazo ligeramente más altos, por un descenso de las cotizaciones bursátiles y por un menor crecimiento de la demanda exterior, se espera que estos efectos se vean ampliamente compensados por el

impacto favorable de la bajada de los precios del petróleo, el debilitamiento del tipo de cambio efectivo del euro y cierta relajación fiscal adicional.

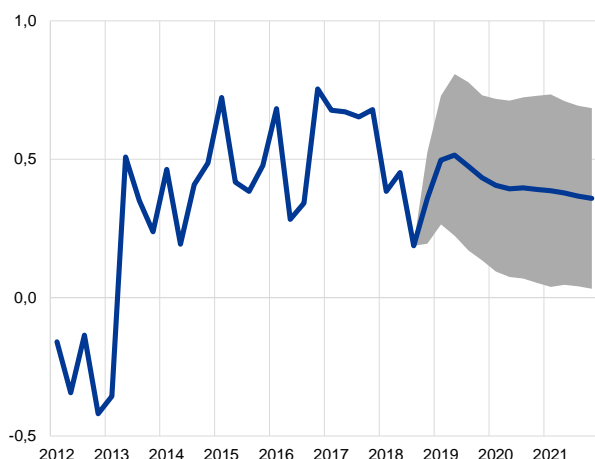
Gráfico 1

Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

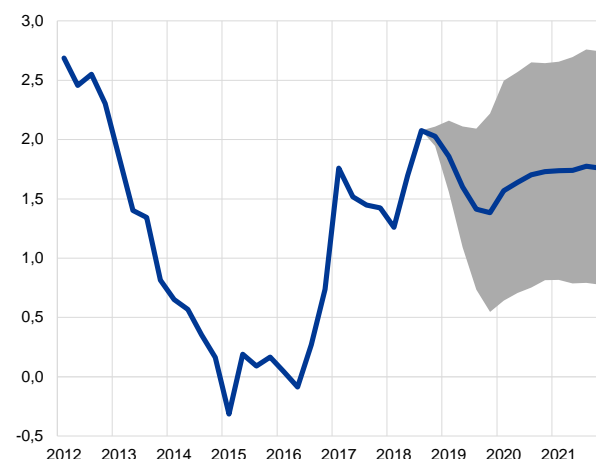
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



1) Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios 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), disponible en el sitio web del BCE. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Datos ajustados por días laborables.

2

Precios y costes

Se espera que la inflación medida por el IAPC haya alcanzado su máximo en el tercer trimestre de 2018, se reduzca hasta el final de 2019 y cobre vigor gradualmente durante el resto del período considerado. Las elevadas tasas de inflación del componente energético del IAPC actuales, ligadas al fuerte aumento anterior de los precios de petróleo, retrocederán significativamente durante el horizonte de proyección dado el perfil moderadamente descendente de la curva de futuros del petróleo. Se prevé que la inflación de los alimentos medida por el IAPC se mantenga relativamente estable en una tasa media del 1,9 % durante el horizonte analizado. Las presiones inflacionistas subyacentes aumentarán gradualmente como resultado de la mejora de la posición cíclica de la economía y del consiguiente mayor crecimiento de los salarios. En particular, la intensificación de la escasez de mano de obra en algunos países impulsará el crecimiento de los salarios. Se espera que otras presiones alcistas sobre la inflación subyacente procedan de la evolución de los precios exteriores, entre otros factores, ya que las anteriores subidas de los precios del petróleo afectarán indirectamente a la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos. En conjunto, se proyecta que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumente hasta el 1,8 % en 2021.

Se prevé que el crecimiento de los salarios repunte notablemente a lo largo del período analizado, en un contexto de aumento de las tensiones en los mercados de trabajo y de desaparición de los factores que han moderado su crecimiento en algunos países durante los últimos años. La remuneración por asalariado se incrementará notablemente desde el 2,2 % en 2018 hasta el 2,7 % en 2021⁴. El principal factor determinante del repunte de los salarios es la mejora adicional prevista de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro, con tensiones cada vez mayores y una clara escasez de mano de obra en algunas partes de la zona. En línea con la posición cíclica de la economía, se espera que el refuerzo del crecimiento de la compensación por asalariado se apoye en un crecimiento más sólido de los salarios negociados. Además del dinamismo cíclico, cabe esperar que el reciente repunte significativo de la inflación general contribuya a un repunte de los salarios en los países de la zona del euro en los que los procesos de formación de los salarios incluyen elementos retrospectivos. Asimismo, los efectos moderadores derivados de factores relacionados con la crisis, como la necesidad de contención salarial para recuperar competitividad de precios en algunos países o la moderación salarial embalsada resultante de las rigideces a la baja de los salarios nominales, deberían desaparecer paulatinamente a medida que la expansión económica continúe y se amplíe a los distintos países de la zona del euro. Por otro lado, se espera que vayan perdiendo relevancia algunas medidas gubernamentales que en el pasado frenaron el crecimiento de los salarios, y algunos países han introducido aumentos de los salarios mínimos que podrían transmitirse a la distribución salarial.

Se prevé que los márgenes evolucionen más favorablemente durante el horizonte de proyección que en 2018. El debilitamiento de los márgenes en 2018 se debe, en particular, al reciente deterioro de la relación de intercambio, pero también a cierta pérdida de impulso cíclico. Las perspectivas más favorables para los márgenes después de 2018 reflejan la esperada evolución positiva del poder de fijación de precios de las empresas.

Las presiones inflacionistas de origen externo seguirán siendo positivas, aunque se moderarán ligeramente durante el horizonte de proyección. Se espera que la tasa de crecimiento anual del deflactor de las importaciones se modere después de 2018 debido a algunos efectos a la baja asociados a la trayectoria ligeramente descendente de los precios del petróleo implícita en los supuestos, mientras que los precios de las materias primas no energéticas y las presiones inflacionistas subyacentes a escala mundial aumentarán durante el horizonte considerado.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para 2019. La senda de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos será

⁴ Una desaceleración temporal de la remuneración por asalariado en 2019 obedece a la aplicación en Francia de una medida fiscal consistente en la conversión de un crédito fiscal (*Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*, CICE) en una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios. Dado que el menor crecimiento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios se ve en gran parte compensado por un correspondiente incremento de los márgenes, se espera que el impacto en la fijación de precios sea limitado.

ligeramente inferior en vista de unas perspectivas salariales y de crecimiento algo más débiles. Para la inflación general, el efecto de la revisión de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se suma al de las revisiones a la baja del componente energético para 2019, pero es compensado por las revisiones al alza de dicho componente para 2020. Estas revisiones responden en gran medida a cambios en los supuestos sobre los precios del petróleo, que han sido corregidos a la baja a corto plazo, pero ahora muestran una senda descendente más suave que en el ejercicio anterior.

3 Perspectivas de las finanzas públicas

Se prevé que la orientación de las políticas fiscales en la zona del euro sea prácticamente neutral en 2018, muestre cierta relajación en 2019 y 2020 y vuelva a ser neutral en 2021. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En 2019, la relajación de la orientación de las políticas fiscales es atribuible principalmente a las rebajas de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales, así como al aumento de las transferencias en algunos países. En 2020, las rebajas adicionales de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales, así como un crecimiento del gasto aún bastante elevado en algunos países, contribuirán a dicha relajación aunque en menor medida que en 2019.

Tras mejorar en 2018, el saldo presupuestario de la zona del euro se deteriorará ligeramente entre 2019 y 2021, mientras que la ratio de deuda continuará en una senda descendente. El aumento del déficit público se debe a un deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. Este se verá parcialmente compensado por un ligero descenso de los pagos por intereses, como resultado de la sustitución de deuda antigua de elevado coste por deuda nueva a tipos de interés más bajos, mientras que el componente cíclico se mantendrá prácticamente inalterado. La trayectoria descendente de la ratio de deuda pública en relación con el PIB se verá respaldada por unos saldos primarios positivos y por un diferencial favorable entre tipos de interés y crecimiento. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, las perspectivas de déficit se han deteriorado debido a un saldo primario menos favorable, mientras que la ratio de deuda en relación con el PIB se ha revisado ligeramente al alza debido a unos saldos primarios más bajos y a una corrección al alza de los datos históricos.

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 respecto a trayectorias alternativas de tales supuestos puede contribuir 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) Trayectorias alternativas de los precios del petróleo

Este análisis de sensibilidad trata de evaluar las implicaciones de las trayectorias alternativas de los precios del petróleo. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo en que se apoyan las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros, prevén un perfil ligeramente descendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en torno a 66 dólares estadounidenses a finales de 2021. Se han analizado dos trayectorias de los precios del petróleo alternativas. La primera se basa en el percentil 25 (parte baja) de la distribución obtenida a partir de las densidades implícitas en las opciones sobre el precio del petróleo a 21 de noviembre de 2018. Esta trayectoria implica una descenso gradual del precio del petróleo hasta 48,8 dólares por barril en 2021, que es un 25,9 % inferior al considerado en el escenario de referencia para ese año. Utilizando la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos, esta trayectoria tendría cierto impacto al alza sobre el crecimiento del PIB real, mientras que la inflación medida por el IAPC sería 0,5, 0,4 y 0,2 puntos porcentuales más baja en 2019, 2020 y 2021, respectivamente. La segunda trayectoria se basa en el percentil 25 (parte alta) de la misma distribución e implica una subida del precio del petróleo hasta aproximadamente 83 dólares por barril en 2021, que es un 25,9 % superior a la considerada en el escenario de referencia para ese año. Esta trayectoria supondría un aumento más rápido de la inflación medida por el IAPC, que sería 0,5, 0,4 y 0,2 puntos porcentuales más elevada en 2019, 2020 y 2021, respectivamente, mientras que el crecimiento del PIB real sería ligeramente menor entre 2019 y 2021.

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad investiga los efectos de una apreciación del tipo de cambio del euro. Este escenario es compatible con la distribución obtenida a partir de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 21 de noviembre de 2018, que está claramente sesgada hacia una apreciación del euro. El percentil 75 de la distribución implica una apreciación del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,34 dólares por euro en 2021, que es un 18,5 % superior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. El supuesto relativo al tipo de cambio efectivo nominal del euro refleja regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el euro se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de poco más de 0,5. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a que el crecimiento del PIB real sería 0,3, 0,6 y 0,2 puntos porcentuales más bajo en 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Por su parte, la inflación medida por el IAPC sería 0,3 puntos porcentuales más baja en 2019 y entre 0,6 y 0,7 puntos porcentuales más baja en 2020 y 2021.

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 datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para

elaborar 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 en las distintas previsiones (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 holgadamente 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 anual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB				Inflación medida por el IAPC			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Diciembre 2018	1,9	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6	1,7	1,8
		[1,8 - 2,0]	[1,1 - 2,3]	[0,8 - 2,6]	[0,5 - 2,5]	[1,8 - 1,8]	[1,1 - 2,1]	[0,9 - 2,5]	[0,9 - 2,7]
Comisión Europea	Noviembre 2018	2,1	1,9	1,7	-	1,8	1,8	1,6	-
OCDE	Noviembre 2018	1,9	1,8	1,6	-	1,8	1,9	1,9	-
Barómetro de la zona del euro	Noviembre 2018	2,0	1,7	1,6	1,4	1,8	1,7	1,7	1,7
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2018	2,0	1,7	1,4	1,4	1,8	1,7	1,7	1,8
Encuesta a expertos en previsión económica	Octubre 2018	2,0	1,8	1,6	-	1,7	1,7	1,7	-
FMI	Octubre 2018	2,0	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9

Fuentes: Previsiones económicas europeas intermedias del otoño de 2018 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2018; OECD Economic Outlook, noviembre de 2018; Consensus Economics Forecasts, noviembre de 2018; las cifras de Consensus Economics para 2020 y 2021 han sido extraídas de la encuesta sobre previsiones a largo plazo de octubre de 2018; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, noviembre de 2018; las cifras del Barómetro de la zona del euro para 2020 y 2021 han sido extraídas de la encuesta sobre previsiones a largo plazo de octubre de 2018; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, octubre de 2018.

Notas: Las tasas de crecimiento anual que aparecen 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 los datos están ajustados por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2018

Dirección postal 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono +49 69 1344 0
Sitio web: 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-18-002-ES-N (pdf)