



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE DICIEMBRE DE 2013 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO¹

De acuerdo con las proyecciones, el PIB real cobrará cierto impulso a partir del cuarto trimestre del año y mostrará un ritmo ligeramente mayor a final de 2014. Se espera que una recuperación gradual de la demanda interna y externa constituya el factor principal del repunte sostenido de la actividad proyectado. La demanda interna se beneficiará de un descenso de la incertidumbre, de una orientación acomodaticia de la política monetaria —reforzada por la reciente bajada del tipo de interés oficial y por las indicaciones sobre su orientación futura (*forward guidance*)—, de una política fiscal menos restrictiva y de una reducción de los precios de las materias primas que respalda la renta real disponible. También se espera que la demanda interna se beneficie de la relajación de las condiciones de la oferta de crédito. Asimismo, la actividad se verá respaldada durante el horizonte temporal de las proyecciones por el impacto favorable en las exportaciones de un fortalecimiento gradual de la demanda exterior. No obstante, pese a algunos progresos realizados en el reajuste de los balances, que han mejorado las condiciones para el crecimiento en países con dificultades, las perspectivas a medio plazo se verán afectadas negativamente por la necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado y por el elevado nivel de desempleo. Se estima que el PIB real descenderá un 0,4 % en 2013 y se incrementará un 1,1 % en 2014 y un 1,5 % en 2015. Se espera que hasta el final del horizonte temporal contemplado persista en la economía una marcada atonía.

Según las proyecciones, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situará en el 1,4 % en 2013, en el 1,1 % en 2014 y en el 1,3 % en 2015. Se espera que esta perspectiva de moderación en la evolución de los precios esté determinada en parte por la incidencia a la baja de la inflación de los precios de la energía debida al descenso de los precios de los futuros del petróleo, la apreciación del euro en el pasado y la persistente atonía en la economía. Se estima que la inflación de los precios de los alimentos se reducirá considerablemente como consecuencia de los descensos de los precios internacionales de los alimentos observados en el pasado y del moderado incremento previsto a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumentará ligeramente, desde el 1,1 % en 2013 hasta el 1,3 % en 2014 y el 1,4 % en 2015, debido a las moderadas presiones sobre los costes internos en el contexto de una modesta recuperación de la actividad.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el *Boletín Mensual* de septiembre de 2013, el intervalo de crecimiento del PIB real previsto para 2013 se ha mantenido sin variación y el proyectado para 2014 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales. La proyección para la inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2013 y en 0,2 puntos porcentuales para 2014.

ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado en las proyecciones, desde el 3,3 % registrado en 2013 hasta el 3,9 % en 2014 y el 4,1 % en 2015. Se ha observado que el ritmo de crecimiento de las economías avanzadas durante 2013 ha cobrado cierto impulso. En contraste, el crecimiento de los mercados emergentes ha registrado un ligero descenso, debido a la mayor debilidad de la demanda interna y a un reducido margen para la aplicación de nuevas políticas internas de apoyo al crecimiento. A corto plazo, los indicadores del clima económico a nivel mundial apuntan a una mejora de la situación de las empresas, que resulta acorde con una

¹ A la vista de los datos disponibles hasta el 22 de noviembre de 2013, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro, y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en el sitio web del BCE, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados.

recuperación en curso de la actividad mundial. Las condiciones de financiación se han estabilizado recientemente, tras la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de aplazar el final de las compras de activos, lo que debería respaldar, en términos generales, la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, se espera que el ritmo de la recuperación siga siendo gradual. El reajuste de los balances del sector privado —que sigue avanzando aunque aún no ha finalizado— y el saneamiento de las finanzas públicas continuarán pesando sobre el crecimiento de las economías avanzadas, si bien en menor medida que en el pasado. Se espera que el repunte de las economías emergentes se vea moderado como consecuencia de factores estructurales, entre ellos estrangulamientos en las infraestructuras y restricciones de capacidad, que podrían limitar el crecimiento.

El comercio mundial se ha recuperado desde principios de 2013, en línea con el ligero repunte de la actividad económica. No obstante, los indicadores disponibles apuntan a una evolución relativamente débil a corto plazo. A más largo plazo, se espera que el crecimiento del comercio mundial se refuerce gradualmente en el horizonte temporal de las proyecciones, aunque se mantendrá a un ritmo inferior al anterior a la crisis. De acuerdo con las proyecciones, el comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará un 3,9 % en 2013, un 5,6 % en 2014 y un 6,4 % en 2015. Considerando que el ritmo de crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales de la zona del euro es más lento que el del resto del mundo, se estima que la demanda exterior de la zona del euro será ligeramente más débil que el comercio mundial y que registrará un crecimiento del 3,0 % en 2013 y que posteriormente se incrementará hasta situarse en el 5,0 % en 2014 y en el 5,7 % en 2015.

Cuadro 1 Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

| | Diciembre de 2013 | | | | Revisiones desde septiembre de 2013 | | |
|--|-------------------|------|------|------|--|------|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2012 | 2013 | 2014 |
| PIB real mundial (excluida la zona del euro) | 3,8 | 3,3 | 3,9 | 4,1 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾ | 4,5 | 3,9 | 5,6 | 6,4 | 0,2 | -0,3 | -0,1 |
| Demanda externa de la zona del euro ²⁾ | 4,0 | 3,0 | 5,0 | 5,7 | 0,3 | 0,1 | -0,1 |

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.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de septiembre de 2013 del *Boletín Mensual*, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja, debido a que las pequeñas revisiones al alza del crecimiento de las economías avanzadas se han visto compensadas con revisiones a la baja en la actividad de las economías emergentes. Las perspectivas para la demanda exterior de la zona del euro se han mantenido prácticamente sin variación a lo largo del horizonte temporal contemplado.

Recuadro 1

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

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 consideradas hasta el 14 de noviembre de 2013. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos 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 0,2 % en 2013, del 0,3 % en

2014 y del 0,5 % en 2015. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 2,9 % en 2013, del 3,1 % en 2014 y del 3,6 % en 2015¹. Se espera que los tipos de interés medios aplicados por las entidades financieras a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo a final de 2013 y a principios de 2014 y que posteriormente suban gradualmente, como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos. 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 a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se reducirán desde los 112,0 dólares estadounidenses registrados en 2012 hasta 108,2 dólares estadounidenses en 2013, 103,9 en 2014 y 99,2 en 2015. Se estima que los precios en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas se reducirán un 5,4 % en 2013 y un 2,6 % en 2014 y aumentarán posteriormente un 3,7 % en 2015².

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte temporal de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,33 en 2013 y 1,34 en 2014 y 2015, lo que supone un incremento del 4,6 % respecto al nivel de 2012. Se estima que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará en un 3,7 % en 2013 y en un 0,8 % en 2014 y que se mantendrá sin cambios en 2015.

Supuestos técnicos

| | Diciembre de 2013 | | | | Revisiones desde septiembre de 2013 ^{1,2} | |
|---|-------------------|-------|-------|------|--|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2013 | 2014 |
| Euríbor a tres meses (en porcentaje, por año) | 0,6 | 0,2 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | -0,2 |
| Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje, por año) | 3,8 | 2,9 | 3,1 | 3,6 | -0,1 | -0,4 |
| Precio del petróleo (en USD por barril) | 112,0 | 108,2 | 103,9 | 99,2 | 0,4 | 1,1 |
| Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual) | -7,2 | -5,4 | -2,6 | 3,7 | 0,0 | -2,5 |
| Tipo de cambio USD/EUR | 1,29 | 1,33 | 1,34 | 1,34 | 0,5 | 1,2 |
| Tipo de cambio efectivo nominal del euro (tasa de variación anual) | -5,3 | 3,7 | 0,8 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |

1) Las revisiones se expresan como porcentajes para los niveles, diferencias para las tasas de crecimiento y puntos porcentuales para los tipos de interés y los rendimientos de los bonos.

2) Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a fecha de 22 de noviembre de 2013 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el *Boletín Mensual* de septiembre de 2013, las variaciones de los supuestos técnicos son relativamente pequeñas. Entre estas se incluyen un aumento de los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses, una ligera apreciación del tipo de cambio del euro y un descenso de los tipos de interés en la zona del euro.

¹ El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por el

perfil de la trayectoria futura derivada del rendimiento de todos los bonos a la par a diez años de la zona del euro elaborada por el BCE, manteniendo la discrepancia inicial entre las dos series constante a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. Se asume que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes a lo largo del horizonte temporal contemplado.

² Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período contemplado por las proyecciones. Los supuestos referidos a los precios de otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el cuarto trimestre de 2014 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que se utilizan para predecir los precios de consumo de los alimentos, se proyectan sobre la base de un modelo econométrico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimentarias.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real aumentó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2013, tras un avance del 0,3% en el segundo (véase gráfico). Los datos procedentes de las últimas encuestas apuntan a un incremento moderado de la actividad en el cuarto trimestre de 2013. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento cobrará cierto impulso durante 2014 y 2015. Se espera que una recuperación gradual de la demanda interna constituya el factor principal del repunte de la actividad durante el horizonte temporal de las proyecciones. La demanda interna se beneficiará de la mejora de la confianza en un entorno de descenso de la incertidumbre, de una orientación acomodaticia de la política monetaria —reforzada por la reciente bajada del tipo de interés oficial y por las indicaciones sobre su orientación futura (*forward guidance*)—, de una política fiscal menos restrictiva y de un descenso de la inflación de los precios de las materias primas que debería respaldar las rentas reales disponibles. También se espera que la demanda interna se beneficie con el paso del tiempo de la relajación de las condiciones de la oferta de crédito. Asimismo, la actividad se verá respaldada en mayor medida durante el horizonte temporal de las proyecciones por el impacto favorable de un fortalecimiento gradual de la demanda exterior en las exportaciones. No obstante, pese a algunos progresos realizados en el reajuste de los balances en algunos países en dificultades de la zona del euro, que han mejorado las condiciones para el crecimiento impulsado por las exportaciones, se espera que la necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado y el elevado nivel de desempleo sigan lastrando las perspectivas de crecimiento en el horizonte temporal de las proyecciones.

En conjunto, se estima que la recuperación prevista seguirá siendo débil en términos históricos y que el PIB real de la zona del euro no alcanzará su nivel anterior a la crisis (esto es, el nivel del primer trimestre de 2008) hasta finales de 2015. En términos medios anuales, el PIB real descenderá un 0,4 % en 2013, debido fundamentalmente a un efecto de arrastre negativo derivado del patrón de actividad registrado en 2012, y posteriormente se incrementará un 1,1 % en 2014 y un 1,5 % en 2015. Esta evolución obedece a un aumento sostenido de la contribución de la demanda interna combinada con un estímulo creciente de las exportaciones.

Considerando los componentes del crecimiento con mayor detalle, se prevé que el crecimiento de las exportaciones a países fuera de la zona del euro se recuperará en el cuarto trimestre de 2013 y cobrará impulso en 2014 y 2015, debido a un fortalecimiento de la demanda exterior de la zona del euro. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán más despacio que las exportaciones fuera de ella, como consecuencia de la relativa debilidad de la demanda interna dentro de la zona.

La inversión empresarial se incrementará en el cuarto trimestre de 2013 y cobrará impulso en el curso de 2014. Durante el horizonte temporal de las proyecciones, el crecimiento de la inversión empresarial se verá respaldado por diversos factores: el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y externa; el muy bajo nivel de los tipos de interés; la reducida incertidumbre; la necesidad de modernizar los bienes de capital tras varios años de debilidad de la inversión; la reducción de los efectos adversos de la oferta de crédito; y cierto reforzamiento de los márgenes a medida que la actividad se recupere. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones, el efecto adverso combinado de los bajos niveles de utilización de la capacidad productiva, de la necesidad de que las empresas sigan reestructurando sus balances, de las condiciones de financiación desfavorables y de un nivel de incertidumbre relativamente elevado en algunos países y sectores de la zona del euro continuará pesando sobre las perspectivas para la inversión. Se espera que la inversión residencial se incremente moderadamente a corto plazo y que cobre impulso a partir de mediados de 2014. No obstante, se prevé que la inversión residencial siga siendo débil, debido a los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países, al débil crecimiento de la renta real disponible y a las expectativas generalizadas de nuevas bajadas de los precios de la vivienda en algunos países. Asimismo, el carácter relativamente atractivo de la inversión en vivienda en algunos países, respaldada por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos y el aumento

de los precios de la vivienda, puede tener tan solo un impacto gradual, puesto que en estos países la capacidad del sector de la construcción está en niveles cercanos a su límite. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido a las medidas de saneamiento presupuestario esperadas en varios países de la zona del euro.

Se proyecta que el empleo en términos de personas se estancará en general durante los próximos trimestres y posteriormente experimentará un ligero incremento a partir de mediados de 2014. La recuperación del empleo será moderada debido al discreto repunte de la actividad y al retraso con que generalmente se manifiesta la respuesta del empleo a las fluctuaciones del producto, lo que refleja un incremento de las horas trabajadas por persona previo al aumento del número de empleados. No obstante, el umbral de crecimiento de la producción necesario para la creación de empleo podría haber descendido en algunos países con dificultades debido al impacto de las reformas del mercado de trabajo. Se espera que la población activa se estanque en 2013 y que posteriormente se incremente ligeramente, a medida que ciertos segmentos de la población se reincorporen gradualmente al mercado laboral. Esto debería ayudar a moderar el crecimiento de los salarios y contribuir al crecimiento potencial. Se espera que la tasa de desempleo descienda moderadamente a lo largo del período considerado. La productividad del trabajo (medida como el producto por persona ocupada) repuntó durante 2013 y cobrará impulso a lo largo del resto del horizonte contemplado por las proyecciones, como consecuencia de la aceleración esperada de la actividad económica y del retraso de la respuesta del empleo.

Cuadro 2 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas de variación interanual)^{1) 2)}

| | Diciembre de 2013 | | | | Revisiones desde septiembre de 2013 | | |
|--|-------------------|---------------|-------------|-------------|--|------|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2012 | 2013 | 2014 |
| PIB real ³⁾ | -0,6 | -0,4 | 1,1 | 1,5 | -0,1 | 0,0 | 0,1 |
| | | [-0,5 – -0,3] | [0,4 – 1,8] | [0,4 – 2,6] | | | |
| Consumo privado | -1,4 | -0,6 | 0,7 | 1,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Consumo público | -0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,2 | -0,3 |
| Formación bruta de capital fijo | -3,9 | -3,0 | 1,6 | 2,8 | 0,1 | 0,6 | -0,1 |
| Exportaciones ⁴⁾ | 2,7 | 1,1 | 3,7 | 4,8 | 0,0 | 0,2 | 0,0 |
| Importaciones ⁴⁾ | -0,8 | -0,1 | 3,5 | 4,7 | 0,1 | 0,4 | -0,3 |
| Empleo | -0,6 | -0,8 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,2 | 0,2 |
| Tasa de desempleo (% de la población activa) | 11,4 | 12,1 | 12,0 | 11,8 | 0,0 | -0,1 | -0,2 |
| IAPC | 2,5 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 0,0 | -0,1 | -0,2 |
| | | [1,4 – 1,4] | [0,6 – 1,6] | [0,5 – 2,1] | | | |
| IAPC excluida la energía | 1,9 | 1,5 | 1,3 | 1,5 | 0,0 | -0,1 | -0,2 |
| IAPC excluidos la energía y los alimentos | 1,5 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁵⁾ | 1,3 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| Costes laborales unitarios | 1,8 | 1,4 | 0,9 | 1,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Remuneración por asalariado | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 2,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Productividad del trabajo | 0,0 | 0,4 | 0,9 | 1,1 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (en % del PIB) | -3,7 | -3,2 | -2,6 | -2,4 | 0,0 | 0,0 | 0,2 |
| Saldo presupuestario estructural (en % del PIB) ⁶⁾ | -3,1 | -2,5 | -2,2 | -2,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Deuda bruta de las Administraciones Públicas (en % del PIB) | 90,6 | 93,2 | 93,6 | 93,1 | 0,2 | 0,2 | -0,2 |
| Balanza por cuenta corriente (en % del PIB) | 1,4 | 2,0 | 2,2 | 2,6 | 0,0 | -0,6 | -0,7 |

1) Las proyecciones relativas a 2014 y 2015 incluyen a Letonia. Las tasas medias de variación anuales para 2014 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Letonia ya en 2013.

2) Los intervalos están basados 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. La técnica utilizada 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 también puede consultarse en el sitio web del BCE.

3) Datos ajustados por días laborables.

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

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

6) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de las medidas temporales adoptadas por los gobiernos. El cálculo sigue el enfoque del SEBC respecto de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo (véase Bouthevillain, C. et al., «Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach», Working Paper Series, No 77, BCE, septiembre de 2001) y la definición de medidas temporales del SEBC (véase Kremer, J. et al., «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», Working Paper Series, No 579, BCE, enero de 2007).

Se espera que el consumo privado aumente en los últimos meses de 2013, respaldado por una disminución de la tasa de ahorro en el contexto de un descenso de la renta real disponible. El consumo privado cobrará vigor desde principios de 2014, a medida que el crecimiento de la renta real disponible se acelere debido a la mejora gradual de las condiciones del mercado de trabajo y al bajo perfil de la inflación, a pesar de un ligero aumento de la tasa de ahorro. El consumo público se incrementaría moderadamente a lo largo del horizonte considerado.

Las importaciones de fuera de la zona del euro se acelerarán moderadamente durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirán estando limitadas por una demanda total contenida. Se espera que la demanda exterior neta contribuya solo ligeramente al crecimiento del PIB real en el horizonte contemplado. Se prevé que el actual superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente durante el horizonte temporal de las proyecciones hasta un 2,6 % del PIB en 2015.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el *Boletín Mensual* de septiembre de 2013, el crecimiento del PIB real previsto para 2013 se ha mantenido sin variación y el proyectado para 2014 se revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, debido en gran parte a un efecto de arrastre más positivo relacionado con una pequeña revisión al alza de las perspectivas a final de 2013.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC se situó en el 0,9 % en noviembre de 2013, frente al 2,5 % registrado en 2012. El descenso de la inflación durante 2013 refleja, en gran parte, la menor contribución de los precios de la energía y de los alimentos, así como una tendencia moderada de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos (véase la sección 3 de la presente edición del *Boletín Mensual*).

A más largo plazo, se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos, que aumente ligeramente en los últimos meses de 2014 y que repunte en mayor medida en 2015, a medida que la actividad se recupere de forma gradual. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de inflación anual se situará en el 1,4 % en 2013, en el 1,1 % en 2014 y en el 1,3% en 2015.

La moderada perspectiva para la inflación refleja la incidencia a la baja de los precios de la energía debida al descenso de los precios de los futuros del petróleo, la apreciación del euro en el pasado y la persistente atonía en la economía. De forma más pormenorizada, se espera que los precios de la energía experimenten un nuevo descenso en 2014 y 2015, como reflejo de la trayectoria prevista de los precios del petróleo. Por tanto se espera que la contribución del componente energético a la inflación medida por el IAPC sea muy poco significativa en 2014 y ligeramente negativa en 2015, lo que es notablemente inferior a su media histórica. La inflación de los precios de los alimentos descenderá durante los primeros tres trimestres de 2014, debido a efectos de base a la baja y al descenso esperado de los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias, y repuntará ligeramente en 2015, puesto que se prevé que los precios de las materias primas alimentarias volverán a incrementarse (véase el gráfico). La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará moderadamente durante 2014, y en 2015 registrará una tasa anual del 1,4 %. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos repuntará de forma más intensa a lo largo del horizonte de las proyecciones, puesto que el impacto al alza del aumento de los impuestos indirectos en el pasado descenderá previsiblemente en 2014 y 2015 (véase el recuadro 5 de la presente edición del *Boletín Mensual*).

Las presiones externas sobre los precios se moderaron en los primeros tres trimestres de 2013, debido a la debilidad de la demanda mundial, a la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y a la disminución de los precios del petróleo y de otras materias primas no energéticas. Por tanto, se estima que el deflactor de las importaciones ha descendido en términos interanuales durante este período. Asimismo, aunque seguirá bajando en los próximos trimestres como resultado de estos factores, se espera que se incremente ligeramente a partir de mediados de 2014, a medida que el efecto bajista de la anterior apreciación del euro desaparezca, los precios de las materias primas no energéticas aumenten y la demanda de importaciones cobre impulso, permitiendo un aumento de los márgenes.

Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se prevé que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantenga sin variación en el 1,8 % en 2013 y 2014 y que se incremente hasta el 2,1 % en 2015. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los costes

laborales unitarios se desacelerará desde el 1,8 % registrado en 2012 hasta el 1,4 % en 2013 y el 0,9 % en 2014, debido al incremento cíclico del crecimiento de la productividad, derivado del retraso en la respuesta del empleo a un repunte de la actividad, combinado con un nivel prácticamente sin variación de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado. En 2015 se espera que una recuperación de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado ligeramente más acusada que la de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo se traduzca en un pequeño repunte de los costes laborales unitarios.

Tras el fuerte descenso observado en 2012, se espera que el indicador del margen de beneficio (calculado como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se estabilice en 2013, debido a la mejora gradual, aunque modesta, de la actividad durante este año. Posteriormente, la mejora gradual de las condiciones económicas respaldará una modesta recuperación de los márgenes.

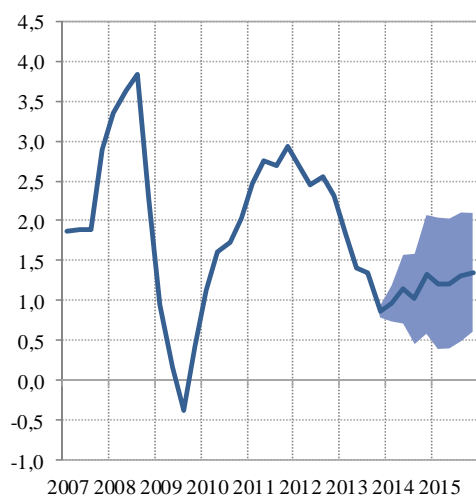
Las subidas de los precios administrados y de los impuestos indirectos incluidas en los planes de saneamiento presupuestario contribuirán de forma significativa al alza de la inflación medida por el IAPC tanto en 2013 como en 2014. Se espera que en 2015 estas contribuciones sean menos acusadas en el escenario de referencia de esta proyección. No obstante, esto obedece en parte a la falta de información detallada sobre las medidas fiscales previstas para ese año.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el *Boletín Mensual* de septiembre de 2013, el crecimiento de la inflación medida por el IAPC en 2013 se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, debido a que los datos más recientes fueron más bajos de lo esperado. La proyección para la inflación en 2014 se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales, también como reflejo del descenso de los precios de las materias primas.

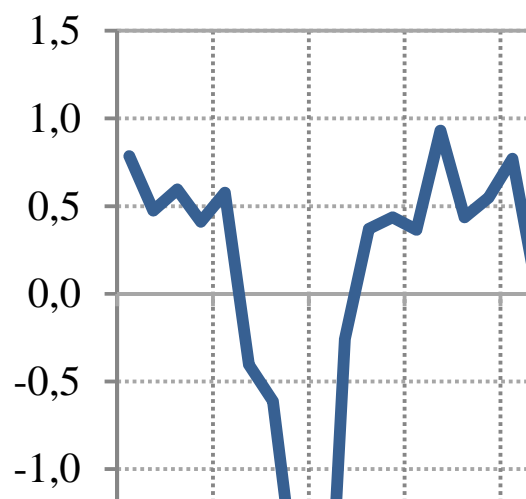
Proyecciones macroeconómicas¹

(datos trimestrales)

IAPC de la zona del euro
(tasas de variación interanual)



PIB real de la zona del euro²⁾
(tasas de variación intertrimestral)



1) Los intervalos en torno a las proyecciones centrales están basados 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. La técnica utilizada 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 también puede consultarse en el sitio web del BCE.

2) Datos ajustados por días laborables.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Sobre la base de los supuestos recogidos en el recuadro 1, se proyecta que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona de euro descienda desde el 3,7 % del PIB registrado en 2012 hasta el 3,2 % en 2013, y que siga disminuyendo hasta situarse en el 2,6 % en 2014 y en el 2,4% en 2015. La bajada del déficit prevista para 2013 refleja los esfuerzos de saneamiento presupuestario que se han realizado en muchos países de la zona del euro y una reversión parcial de la asistencia pública al sector financiero. En 2014 y 2015 el descenso esperado del déficit de las Administraciones Públicas está determinado por una contribución favorable del componente cíclico y por una continuación de la mejora del componente estructural. Sin embargo, se proyecta que este último mejore más lentamente que en 2013, impulsado fundamentalmente por la continuación de la moderación del crecimiento del gasto público. En consecuencia, el saldo presupuestario estructural, es decir, el saldo ajustado de ciclo tras deducir todas las medidas temporales, mejorará perceptiblemente en 2013 y en menor medida durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. Se estima que la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ascenderá hasta el 93,6 % en 2014, y que posteriormente disminuirá hasta el 93,1 % en 2015.

Recuadro 2

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD FISCAL

Los análisis de sensibilidad se llevan a cabo por lo general para cuantificar los riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones derivados de trayectorias alternativas de determinados supuestos de base. En este cuadro se presentan los resultados que se obtendrían si se aplicaran medidas adicionales de saneamiento presupuestario a fin de alcanzar los objetivos fiscales.

Como se expone en el recuadro 1, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de los países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones no son suficientes para cumplir los requerimientos de saneamiento presupuestario fijados ya sea en el marco de la vertiente correctora o de la vertiente preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir estos requerimientos queda reflejado a grandes rasgos en los objetivos presupuestarios descritos por los Gobiernos en la actualización de sus programas de estabilidad correspondientes a 2013, en los documentos de los programas de la UE y el FMI y, en cierta medida, en los borradores de los planes presupuestarios para 2014 elaborados recientemente. No obstante, con frecuencia, las medidas necesarias para lograr dichos objetivos no se han adoptado o no se especifican suficientemente y, por tanto, no se tienen en cuenta en el escenario de referencia de la proyección, especialmente en lo que respecta a 2015, que en la mayoría de los países no se incluye en los actuales ejercicios presupuestarios. Por ello, no solo es necesario, sino también probable, que los Gobiernos adopten medidas adicionales de saneamiento presupuestario antes del final de 2015. El impacto de dichas medidas en el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC puede calcularse mediante análisis de sensibilidad fiscal. Elaborar estos análisis es importante para evaluar los riesgos que rodean al escenario de referencia de la proyección.

Supuestos en los que se basa el análisis de sensibilidad fiscal

El análisis de sensibilidad fiscal toma como punto de partida la «brecha fiscal» entre los objetivos de déficit público y el escenario de referencia de las proyecciones en materia fiscal. Las condiciones y la información específicas de cada país en términos tanto de tamaño como de composición se utilizan para calcular el posible saneamiento presupuestario adicional. En concreto, la información específica de cada país se dirige a incorporar incertidumbres relativas a los objetivos fiscales, la posibilidad de que se adopten medidas adicionales de saneamiento presupuestario y los efectos macroeconómicos de respuesta asociados.

Teniendo en cuenta este planteamiento, se estima que el saneamiento presupuestario adicional de la zona del euro será prácticamente equivalente a cero en 2013 y aproximadamente del 0,2 % del PIB en 2014, al tiempo que se espera que probablemente se adopten más medidas adicionales en 2015 (en torno al 0,6 % del PIB, con lo que la cifra de saneamiento presupuestario adicional acumulada se situaría a finales de

2015 en torno al 0,8 % del PIB. En cuanto a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad intenta incorporar perfiles temporales y específicos para cada país en relación con los esfuerzos de saneamiento presupuestario más probables. En este ejercicio, a nivel agregado de la zona del euro, se estima que el saneamiento presupuestario está en cierta manera orientado al lado del gasto de los presupuestos, aunque también incluye subidas de los impuestos directos e indirectos y de las contribuciones a la seguridad social.

Impacto macroeconómico de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario

En el cuadro que figura a continuación se resumen los resultados de la simulación del impacto del análisis de sensibilidad fiscal en el crecimiento del PIB y la inflación para la zona del euro empleando el nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE (ECB's New Area-Wide Model¹).

Impacto macroeconómico estimado de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario en el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC en la zona del euro.

| Supuestos (en porcentaje del PIB) | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Objetivos presupuestarios de las Administraciones Públicas ¹⁾ | -3,1 | -2,4 | -1,6 |
| Escenario de referencia de las proyecciones fiscales | -3,2 | -2,6 | -2,4 |
| Medidas adicionales de saneamiento presupuestario (acumulado) ²⁾ | 0,0 | 0,2 | 0,8 |
| Efectos de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario (puntos porcentuales)³⁾ | | | |
| Crecimiento del PIB real | 0,0 | -0,1 | -0,3 |
| Inflación medida por el IAPC | 0,0 | 0,0 | 0,2 |

¹⁾ Objetivos nominales incluidos en los documentos más recientes de los programas de la UE y el FMI para los países concernidos; recomendaciones más recientes de procedimiento de déficit excesivo para los países sometidos a un procedimiento de déficit excesivo; borradores de los planes presupuestarios para 2014 y actualizaciones de los programas de estabilidad para 2013 de países no sometidos a un procedimiento de déficit excesivo.

²⁾ Análisis de sensibilidad basados en valoraciones de los expertos del Eurosistema.

³⁾ Desviaciones del escenario de referencia en puntos porcentuales para el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC (ambos en términos anuales). El impacto macroeconómico se simula empleando el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE (modelo NAWM).

El impacto macroeconómico de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario es limitado tanto en 2013 como en 2014. Se estima que en 2015 el impacto en el crecimiento del PIB real será aproximadamente de -0,3 puntos porcentuales, mientras que el efecto en la inflación medida por el IAPC será de en torno a 0,2 puntos porcentuales. En consecuencia, el análisis señala algunos riesgos a la baja para el escenario de referencia de la proyección relativa al crecimiento del PIB real especialmente en 2015, puesto que en dicho escenario de referencia no se han incluido aún todas las medidas de saneamiento presupuestario que se espera adoptar. Al mismo tiempo, existen también riesgos al alza para la inflación, debido a que se estima que parte del saneamiento presupuestario adicional provenga de subidas de los impuestos indirectos.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se refiere únicamente a los posibles efectos a corto plazo de medidas adicionales de saneamiento presupuestario que previsiblemente se adopten. Si bien incluso las medidas de saneamiento presupuestario bien diseñadas tienen por lo general efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, hay efectos positivos a más largo plazo sobre la actividad que no son evidentes en el horizonte temporal de este análisis.

Por último, los resultados de este análisis no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer esfuerzos adicionales de saneamiento presupuestario durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. De hecho, son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas

públicas de la zona del euro. De no producirse dicho saneamiento, existe el riesgo de que la fijación del precio de la deuda soberana se vea afectada negativamente. Por otra parte, podrían generarse efectos negativos sobre la confianza, lo que obstaculizaría la recuperación de la economía.

¹ Para una descripción del nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro (modelo NAWM) del BCE véase Christoffel K., Coenen G. y Warne A., «The New Area-Wide Model of the euro área: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis» Working Paper Series, No 944, BCE, 2008.

² Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos del saneamiento presupuestario, véase el recuadro titulado «El papel de los multiplicadores fiscales en el debate actual sobre la consolidación», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2012.

Recuadro 3

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 por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el 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).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el PIB real de la zona del euro disminuirá un 0,4 % en 2013. Estas previsiones son idénticas a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se espera que el crecimiento del PIB real se incremente gradualmente hasta un intervalo comprendido entre el 0,9 % y el 1,1 % en 2014 y entre el 1,3 % y el 1,7 % en 2015, trayectoria similar a la estimada en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones apuntan a un nivel medio anual medido por el IAPC de entre el 1,4 % y el 1,5 % en 2013. Estas previsiones se aproximan a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En todas las demás proyecciones disponibles se estima que la tasa media de inflación medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,2 % y el 1,5 % en 2014 y entre el 1,2 % y el 1,6 % en 2015.

Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro (tasas de variación anuales)

| | Fecha de publicación | Crecimiento del PIB | | | Inflación medida por el IAPC | | |
|---|----------------------|-----------------------|--------------------|------------------|------------------------------|--------------------|--------------------|
| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Proyecciones de los expertos del Eurosistema | Diciembre 2013 | -0,4 [-0,5 – -0,3] | 1,1 [0,4 – 1,8] | 1,5 [0,4–2,6] | 1,4 [1,4–1,4] | 1,1 [0,6 – 1,6] | 1,3 [0,5 – 2,1] |
| Comisión Europea | Noviembre 2013 | -0,4 | 1,1 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| OCDE | Noviembre 2013 | -0,4 | 1,0 | 1,6 | 1,4 | 1,2 | 1,2 |
| Barómetro de la Zona del Euro | Noviembre 2013 | -0,4 | 1,1 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,6 |
| Consensus Economics Forecasts | Noviembre 2013 | -0,4 | 0,9 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,6 |
| Encuesta a expertos en previsión económica | Noviembre 2013 | -0,4 | 1,0 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 1,6 |
| FMI | Octubre 2013 | -0,4 | 1,0 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2013; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2013; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos 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, 2013

Dirección: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemania
Apartado de correos: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Todos los derechos reservados.

Se permite la reproducción para fines docentes y sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.