



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE JUNIO DE 2014 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

*De acuerdo con las proyecciones, la recuperación de la economía de la zona del euro se reforzará de forma gradual a lo largo del horizonte temporal considerado respaldado por incrementos de la demanda interna y, en menor medida, de la demanda externa. La demanda interna se está beneficiando de la orientación acomodaticia de la política monetaria, el retorno de una orientación presupuestaria prácticamente neutral, la mejora de las condiciones de financiación y del aumento de la confianza en un entorno de descenso de la incertidumbre. Asimismo, la renta real disponible se está viendo respaldada por un crecimiento gradual de los salarios y por la bajada de los precios de la energía. Al mismo tiempo, los efectos adversos sobre las perspectivas económicas, derivados de la necesidad de nuevos ajustes en los balances y del elevado nivel de desempleo, se reducirán gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se espera que la demanda externa se beneficie de una recuperación gradual de la economía mundial, aunque es probable que, inicialmente, su efecto positivo en las exportaciones de la zona del euro se vea parcialmente compensado por los efectos de la apreciación del tipo de cambio del euro. Se prevé que el crecimiento del PIB real se incremente en un 1,0 % en 2014, un 1,7 % en 2015 y en un 1,8 % en 2016. Estos incrementos representan tasas superiores al crecimiento estimado del producto potencial, por lo que contribuyen a una reducción gradual de la brecha de producción negativa, al tiempo que se observa un ligero descenso de la tasa de desempleo.*

*La inflación medida por el IAPC en la zona del euro aumentará gradualmente durante el horizonte temporal considerado aunque se mantendrá en niveles bajos. Se espera que la inflación se incremente desde el 0,7 % registrado en el primer trimestre de 2014 hasta el 1,5 % en el último trimestre de 2016, y que su tasa media se sitúe en un 0,7 % en 2014, un 1,1 % en 2015 y un 1,4 % en 2016. El repunte proyectado de la inflación medida por el IAPC refleja el fortalecimiento gradual de la recuperación económica, que está propiciando un aumento del crecimiento de los salarios y los beneficios en la zona del euro. El supuesto referido a la subida de los precios de las materias primas no energéticas y de las importaciones de bienes manufacturados implica también un impacto al alza sobre la inflación. Al mismo tiempo, el incremento previsto de la inflación debería verse contenido por los descensos esperados de los precios del petróleo, el efecto retardado de la acusada apreciación del tipo de cambio del euro desde mediados de 2012 y la persistente atonía de la economía. La inflación medida por el IAPC excluida la energía y los alimentos aumentará gradualmente desde el 1,0 % en 2014 hasta el 1,2 % en 2015 y hasta el 1,5 % en 2016, situándose en el 1,7 % antes del final de 2016.*

*En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja, desde el 1,2 % hasta el 1,0 %, como reflejo del resultado más débil de lo esperado correspondiente al primer trimestre. En contraste, la proyección para 2015 se ha revisado al alza, desde el 1,5 % hasta el 1,7 %, en el contexto de una recuperación más fuerte de la renta real disponible. La inflación medida por el IAPC en 2014 se ha revisado a la baja desde el 1,0 % hasta el 0,7 %, en gran parte como reflejo de los resultados de la inflación medida por el IAPC más bajos de lo esperado de los últimos meses. Para 2015 y 2016, las proyecciones de la inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja desde el 1,3 % hasta el 1,1 % y desde el 1,5 % hasta el 1,4 %, respectivamente.*

*En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro para el período comprendido entre 2014 y 2016. No obstante, las proyecciones para un horizonte temporal tan*

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 21 de mayo de 2014.

*largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado<sup>2</sup>, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas.*

## ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado en las proyecciones, desde el 3,6 % en 2014 hasta el 4,0 % en 2015 y el 4,1 % en 2016. Los datos disponibles apuntan a un descenso del impulso en las economías avanzadas en el primer trimestre del año, relacionado en parte con factores de naturaleza temporal como las temperaturas extremadamente bajas experimentadas en América del Norte. No obstante, considerando la volatilidad a largo plazo, los resultados de las encuestas indican un ritmo de crecimiento razonablemente fuerte. El crecimiento ha descendido en las economías emergentes debido a la debilidad de la demanda interna, la reversión de los flujos de capital a estas economías y a la reducción del margen para la aplicación de nuevas políticas internas de apoyo al crecimiento. Los mercados financieros se han estabilizado en las economías emergentes desde el episodio de volatilidad de principios de 2014, aunque en muchos países las condiciones de financiación se han endurecido muy considerablemente desde mediados de 2013, lo que ha afectado a la actividad económica. De cara al futuro, se espera un fortalecimiento de la actividad mundial. La moderación del desapalancamiento del sector privado y del saneamiento de las finanzas públicas, junto con la mejora de los mercados laborales, deberían respaldar la demanda interna en las economías avanzadas. Por su parte, el fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas debería fomentar un repunte en el resto del mundo. Con todo, es probable que el crecimiento se vea restringido en algunas economías emergentes como consecuencia de factores estructurales, como estrangulamientos en las infraestructuras y restricciones de capacidad, mientras que en aquellos países que tenían una fuerte dependencia de entradas de capital y mostraban un fuerte crecimiento del crédito, es probable que la actividad se vea frenada mientras sus economías se reequilibran y se ajustan al cambio de orientación de la política monetaria de Estados Unidos.

El comercio exterior ha perdido cierto impulso desde finales del año pasado. De cara al futuro, la reactivación de la actividad en las economías avanzadas —particularmente en inversión, que tiene un elevado contenido de importaciones— debería impulsar una aceleración del comercio exterior durante el horizonte temporal de las proyecciones. Sin embargo, no se considera probable una expansión del comercio mundial al mismo ritmo que en las décadas de los noventa y del 2000, en las que las grandes economías emergentes se estaban integrando en la economía mundial. En consecuencia, en comparación con las proyecciones anteriores, el escenario de referencia de las proyecciones se basa en el supuesto de una elasticidad a largo plazo del comercio exterior respecto a la actividad mundial menor a la observada antes de la crisis financiera mundial. El comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 4,3 % en 2014 hasta el 5,7 % en 2015 y el 5,9 % en 2016. Considerando que se espera que el ritmo de crecimiento de la demanda de importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro sea más lento que el del resto del mundo, se estima que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro será ligeramente más débil que el del comercio mundial (véase el cuadro 1).

---

2 Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual de mayo del 2013.

## Cuadro 1 Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

	2013	Junio de 2014				Marzo de 2014			Revisiones desde marzo de 2014		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0	
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3	
Demanda externa de la zona del euro <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2	

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.

Nota: Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja, desde el 3,9 % hasta el 3,6 %. Las perspectivas para la demanda exterior de la zona del euro se han revisado a la baja durante todo el horizonte temporal de las proyecciones.

## 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 mayo de 2014. 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 2014, del 0,3 % en 2015 y del 0,4 % en 2016. 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 2,4 % en 2014, del 2,6 % en 2015 y del 3,0 % en 2016<sup>1</sup>. 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, se espera que los tipos de interés compuestos aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro se mantengan prácticamente estables en 2014 y 2015 y que posteriormente suban gradualmente.

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 descenderán desde 108,8 dólares estadounidenses en 2013 hasta 98,2 en 2016. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se incrementarán ligeramente en 2014 y aumentarán algo más rápidamente en 2015 y 2016<sup>2</sup>.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos de 14 de mayo de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,38 entre 2014 y 2016, lo que representa un incremento del 4,2 % respecto al nivel de 2013. Se estima que durante el horizonte temporal de las proyecciones, el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 2,7 % respecto a 2013.

## Supuestos técnicos

	Junio de 2014				Marzo de 2014			Revisiones desde marzo de 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tres meses (en porcentaje por año)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje por año)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (EER20) (tasa de variación anual)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

1) Las revisiones se expresan en porcentajes para los niveles, en diferencias para las tasas de crecimiento y en puntos porcentuales para los tipos de interés y los rendimientos de los bonos. Nota. Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las leyes presupuestarias aprobadas de los países de la zona del euro, sus planes presupuestarios a medio plazo y las medidas concretadas en las actualizaciones de sus programas de estabilidad disponibles desde el 21 de mayo de 2014, 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 sean aprobadas tras su tramitación legislativa. En conjunto, estos supuestos muestran, en promedio, un reducido grado de saneamiento presupuestario durante el horizonte de las proyecciones, sobre la base de los planes presupuestarios para 2014, y una información limitada para 2015 y 2016. El saneamiento presupuestario implícito en los supuestos durante el horizonte de las proyecciones es considerablemente inferior al observado en los últimos años.

En comparación con el Boletín Mensual de marzo de 2014, las principales variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso de los tipos de interés a corto y a largo plazo en la zona del euro. Si bien los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses son ligeramente más altos que en marzo, se observa también una ligera apreciación del tipo de cambio 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 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 constante la discrepancia inicial entre las dos series 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 durante el horizonte temporal contemplado.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias se basan en los precios de los futuros hasta el final del período de proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2015 y, a partir de entonces, experimentarán una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que ahora 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 de la zona del euro se incrementó en un 0,2 % en el primer trimestre de 2014, registrando el cuarto aumento trimestral consecutivo. Los resultados de las encuestas indican una estabilización de la confianza empresarial en distintos sectores y países durante los últimos meses, en niveles próximos o superiores al de sus medias a largo plazo, apuntando a un mayor incremento de la actividad en el segundo trimestre de 2014. De acuerdo con las proyecciones, el dinamismo subyacente del crecimiento aumentará, particularmente en algunas de las economías con dificultades. El repunte esperado de la actividad debería verse respaldado principalmente por un fortalecimiento de la demanda interna, debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria, el retorno de una orientación presupuestaria prácticamente neutral tras varios años de sustanciales restricciones presupuestarias, el retorno de condiciones neutrales de oferta de crédito y la mejora de la confianza de las empresas y los hogares en un entorno de descenso de la

incertidumbre. En particular, el consumo privado debería beneficiarse del impacto favorable del crecimiento de los salarios y del descenso de los precios de la energía en la renta real disponible. Asimismo, se espera que la actividad se vea apoyada en mayor medida por un fortalecimiento gradual de la demanda externa, aunque es probable que la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro frene inicialmente el crecimiento de las exportaciones. Al mismo tiempo, se espera que el efecto adverso en las perspectivas para la demanda interna, derivado de la necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado y, en particular, del alto nivel de desempleo en algunos países, disminuya gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones, puesto que podrían surgir restricciones a la oferta de trabajo en otros países. En términos medios anuales, el PIB real aumentará un 1,0 % en 2014, un 1,7 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Esta evolución obedece a un aumento sostenido de la contribución de la demanda interna combinado con un pequeño estímulo positivo procedente de las exportaciones netas. Dado que se proyecta que el crecimiento supere su tasa potencial estimada, se espera un estrechamiento de la brecha de producción y que siga siendo negativa al final del horizonte de las proyecciones.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobren dinamismo en 2014 y 2015, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior de la zona del euro y a la desaparición gradual de los efectos adversos de la reciente apreciación del euro. Las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán ligeramente durante el horizonte considerado, si bien a ritmos considerablemente dispares en los distintos países de la zona del euro, debido a la diversa evolución de la competitividad. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán más despacio que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona, como consecuencia de la relativa debilidad de la demanda interna que sigue observándose en la zona del euro.

Se espera que durante el horizonte temporal de las proyecciones se produzca un repunte gradual de la inversión empresarial, respaldado por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, en el contexto de las necesidades acumuladas para sustituir la inversión, el nivel muy bajo de los tipos de interés, un fortalecimiento de los márgenes, un descenso de la incertidumbre y la disminución de los efectos adversos de la oferta de crédito. No obstante, se estima que el efecto combinado adverso de un descenso del crecimiento tendencial y de la necesidad de las empresas de seguir reestructurando sus balances en algunos países de la zona del euro frenará la recuperación de la inversión empresarial en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones.

La inversión residencial repuntará gradualmente, a medida que la actividad se recupere en un entorno de tipos de interés hipotecarios bajos. No obstante, durante los próximos trimestres, los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países y el débil crecimiento de la renta real disponible continúan pesando sobre las perspectivas. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido a las medidas de saneamiento presupuestario previstas en varios países de la zona del euro que contrarrestan el perfil de inversión pública más expansionista de otros países.

El empleo en términos de personas se estabilizó en el segundo semestre de 2013, y se espera que posteriormente experimente una recuperación moderada. La débil recuperación del empleo refleja el discreto repunte de la actividad, el retraso con que responde el empleo al crecimiento del producto y las nuevas reducciones de personal en el sector público en algunos países. Es probable que estos factores contrarresten los efectos positivos de las reformas en los mercados de trabajo, que han aumentado la flexibilidad y respaldado la creación de empleo en el sector privado, especialmente en algunos países con dificultades. Se espera que la población activa aumente moderadamente durante el período considerado, debido a la inmigración y a los incrementos en la participación de determinados segmentos de la población en un entorno de mejora de la situación de los mercados laborales. La tasa de desempleo ha descendido en los últimos meses y se espera que siga bajando durante el horizonte de las proyecciones pero que se mantenga por encima de los niveles registrados antes de la crisis. La productividad del trabajo (medida como el producto por persona ocupada) mejorará como consecuencia del repunte esperado del crecimiento del PIB real y del retraso de la respuesta del empleo a la evolución de la actividad.

**Cuadro 2: Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro<sup>1)</sup>**

(tasas de variación anuales)

	Junio de 2014				Marzo de 2014			Revisiones desde marzo de 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6 - 1,4] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 3,1] <sup>4)</sup>	[0,8 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,9] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Consumo público	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Exportaciones <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importaciones <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Empleo	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Tasa de desempleo (% de la población activa)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
IAPC	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6 - 0,8] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,2] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,3] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>4)</sup>			
IAPC excluida la energía	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
IAPC excluidos la energía y los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Costes laborales unitarios	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Remuneración por asalariado	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Productividad del trabajo	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB))	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Balance por cuenta corriente (% del PIB)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Letonia, excepto el dato del IAPC en 2013. La tasa media de variación anual para el IAPC en 2014 se basa en una composición de la zona del euro en 2013 que ya incluye a Letonia.

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

3) Datos ajustados por días laborables.

4) 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. 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 la dirección del BCE en Internet.

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

6) 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 al IAPC.

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de 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 2006). 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. Véase un análisis a este respecto, incluida la metodología de la Comisión, en el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012.

El consumo privado cobrará cierto dinamismo durante 2014 y aumentará en mayor medida en 2015 y 2016, siguiendo de cerca el crecimiento de la renta real disponible, al tiempo que se mantiene el nivel de la tasa de ahorro. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la renta real disponible se verá respaldado por un aumento de las rentas del trabajo, reflejo de la subida del empleo y de los salarios, un efecto menos adverso del saneamiento presupuestario y de la baja inflación. El consumo público se incrementaría moderadamente a lo largo del horizonte considerado.



Las importaciones de fuera de la zona del euro crecerán moderadamente durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirán viéndose limitadas por la debilidad del crecimiento de la demanda total de la zona del euro. Se espera que la demanda exterior neta contribuya moderadamente al crecimiento del PIB real durante el horizonte contemplado. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente ligeramente hasta el 2,8 % en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja, desde el 1,2 % hasta el 1,0 %, como reflejo del resultado más débil de lo esperado correspondiente al primer trimestre. La proyección referida al crecimiento del PIB real en 2015 se ha revisado ligeramente al alza, desde el 1,5 % hasta el 1,7 %, como consecuencia de los supuestos técnicos relativos a un descenso de los tipos de interés y de la inflación de los precios de las materias primas que respaldará las rentas reales disponibles. La proyección para 2016 se ha mantenido prácticamente sin variación.

## PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos hasta el tercer trimestre de 2014 y que posteriormente aumente gradualmente hasta alcanzar el 1,5 % antes del final del horizonte temporal de las proyecciones. El repunte gradual proyectado de la inflación medida por el IAPC refleja el fortalecimiento gradual de la recuperación económica y sus implicaciones en términos de un estrechamiento de la brecha de producción negativa y un repunte del crecimiento de los salarios y de los beneficios. El supuesto referido a la subida de los precios de las materias primas no energéticas y de las importaciones de bienes manufacturados implica también un impacto al alza sobre la inflación. No obstante, el incremento previsto de la inflación debería ser modesto y se verá contenido, en particular, por los descensos esperados de los precios del petróleo de acuerdo con los mercados de futuros, el efecto retardado de la acusada apreciación del tipo de cambio del euro desde mediados de 2012 y el hecho de que, a pesar del estrechamiento de la brecha de producción, sigue siendo posible que persista la atonía de la economía hasta 2016.

Más concretamente, se espera que la inflación de los precios de la energía aumente desde la tasa muy negativa registrada en los primeros meses de 2014, pero que siga siendo ligeramente negativa durante la mayor parte del horizonte temporal de las proyecciones, en consonancia con la trayectoria descendente de la curva de los precios de los futuros del petróleo. La contribución ligeramente negativa de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de las proyecciones contrasta con una contribución media aproximada de 0,5 puntos porcentuales durante el período comprendido entre 1999 y 2013 y explica en gran parte las moderadas perspectivas para la inflación.

La inflación de los precios de los alimentos seguirá descendiendo hasta el tercer trimestre de 2014, debido al retraso de la transmisión de anteriores bajadas de los precios de las materias primas alimentarias y a efectos de base a la baja. Debido al incremento de los precios agrícolas en origen de la UE y a la recuperación gradual de la economía previstos, se espera que los precios de los alimentos aumenten de forma continuada durante el horizonte de las proyecciones y que su crecimiento se sitúe en una tasa media del 1,9 % en 2016. La contribución de los precios de los alimentos a la inflación medida por el IAPC se situará en una media de 0,3 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección, frente a una contribución media de unos 0,5 puntos porcentuales desde 1999.

Se espera que la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía haya tocado fondo durante el cuarto trimestre de 2013 y los primeros meses de 2014. Se estima que repuntará durante el horizonte temporal de las proyecciones a medida que la recuperación cobre impulso, lo que se traducirá en un aumento de las tasas de crecimiento de los salarios y los beneficios, y que se situará en el 1,7 % en el último trimestre de 2015. La contribución media de la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía a la inflación se situará en 0,9 puntos porcentuales durante el horizonte de las proyecciones, lo que representa un valor ligeramente inferior a su media desde 1999.

Las subidas de impuestos indirectos incluidas en los planes de saneamiento presupuestario aportarán una pequeña contribución al alza de aproximadamente 0,1 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC en 2014. La magnitud de esta contribución es ligeramente inferior a la registrada en 2013. En 2015

y 2016 esas contribuciones serán insignificantes, ya que no se dispone de información sobre las medidas presupuestarias aprobadas para esos años.

Las presiones externas sobre los precios se moderaron sustancialmente a lo largo de 2013, debido al impacto de la atonía del crecimiento global en los precios mundiales, a la apreciación del euro y a los descensos de los precios del petróleo y de otras materias primas. De cara al futuro, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones aumentará gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones y alcanzará tasas positivas a principios de 2015. En 2016 se situará en promedio en el 1,2 %, un valor próximo a su media de crecimiento a largo plazo. El incremento de la tasa de crecimiento del deflactor de las importaciones refleja el fortalecimiento previsto del crecimiento mundial y, por tanto, el aumento de los precios de la industria manufacturera mundial, la subida esperada de los precios de las materias primas no energéticas y la progresiva desaparición de los efectos de la anterior apreciación del euro.

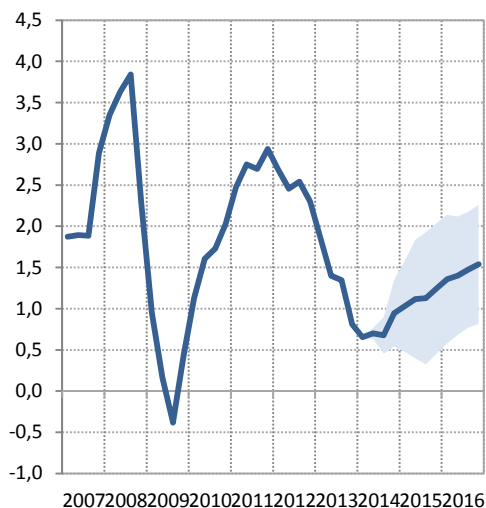
En lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, se espera que la mejora gradual de las condiciones de los mercados laborales de la zona del euro se traduzca en un repunte de la remuneración por asalariado. No obstante, se estima que el crecimiento de los costes laborales unitarios se vea frenado en los dos primeros años del horizonte de las proyecciones por un incremento de la productividad mayor que el crecimiento de los salarios nominales, como consecuencia de la recuperación cíclica de la productividad. En 2016, un fortalecimiento continuado del crecimiento de los salarios, junto con un debilitamiento del crecimiento de la productividad, contribuirá a un repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios.

Se espera que los márgenes de beneficio (calculados como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se incrementen durante el período considerado, respaldados por la recuperación cíclica de la economía.

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

(datos trimestrales)

**Inflación medida por el IAPC de la zona del euro**  
(variaciones interanuales)



**PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>**  
(variaciones intertrimestrales)



1) 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 la dirección del BCE en Internet.

2) Datos ajustados por días laborables.



En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de marzo de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento de la inflación medida por el IAPC en 2014 se ha revisado a la baja, desde el 1,0 % hasta el 0,7 %, como reflejo del resultado más débil de lo esperado de los últimos meses. Para 2015 y 2016, las proyecciones de la inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja desde el 1,3 % hasta el 1,1 % y desde el 1,5 % hasta el 1,4 %, respectivamente, lo que obedece principalmente a un descenso de los costes laborales unitarios.

## 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 en relación con el PIB en la zona del euro descienda desde el 3,0 % en 2013 hasta el 2,5 % en 2014, y siga disminuyendo hasta situarse en el 1,9 % en 2016. Este descenso refleja principalmente una mejora en la situación cíclica. Asimismo, se espera una mejora del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de los esfuerzos de saneamiento presupuestario realizados en algunos países de la zona del euro y de una asistencia pública al sector financiero prácticamente inapreciable. El saldo presupuestario estructural mejorará ligeramente a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones, aunque a menor ritmo que en los últimos años. Esta mejora obedece principalmente al moderado crecimiento continuado del gasto del sector público previsto. Se estima que la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ascenderá hasta el 93,4 % en 2014, y que posteriormente disminuirá hasta el 91,1 % en 2016.

Los siguientes recuadros contienen determinados análisis de sensibilidad (recuadro 2), comentarios sobre la exposición de la zona del euro a la crisis de Ucrania (recuadro 3) y una comparación con otras previsiones disponibles (recuadro 4).

### Recuadro 2

#### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Puesto que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones de la zona del euro, la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de estos supuestos técnicos puede contribuir al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a tres supuestos técnicos clave y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esos supuestos.<sup>1</sup>

##### 1) UNA TRAYECTORIA ALTERNATIVA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Los supuestos referidos a los precios del petróleo empleados en estas proyecciones de los expertos del Eurosistema se derivan de las expectativas de los mercados medidas por los precios de los futuros sobre el petróleo, que predicen un descenso de los precios del petróleo durante el horizonte de las proyecciones (véase el recuadro 1). No obstante, sigue existiendo incertidumbre en relación con esta trayectoria. También hay incertidumbre respecto de la evolución de la demanda y de la oferta.

El descenso esperado de los precios del petróleo podría reflejar una opinión del mercado de que la producción de petróleo en varios países de la OPEP, que se ha reducido recientemente debido a la inestabilidad política y a las tensiones geopolíticas, se recuperará en parte y/o se verá compensada por un incremento de la producción de petróleo no convencional («shale oil») de Estados Unidos. No obstante, los precios del petróleo podrían incrementarse si se produjeran eventos geopolíticos inesperados a corto plazo en países productores de petróleo importantes o se registrara una recuperación más fuerte a nivel mundial a medio plazo.

En conjunto, en el contexto de una recuperación mundial, parece plausible que el precio del petróleo sea más alto que el contemplado en el escenario de referencia de las proyecciones. Por tanto, en este análisis de sensibilidad se tiene en cuenta un ajuste al alza de la trayectoria de los precios de los futuros sobre el petróleo.<sup>2</sup> La trayectoria alternativa se basa en el supuesto de que los precios del petróleo serán un 1 %,

7 % y 13 % mayores que los precios de los futuros en los años 2014, 2015 y 2016, respectivamente. De acuerdo con los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del Eurosistema, la subida de los precios del petróleo podría elevar la inflación medida por el IAPC en 0,2 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2015 y 2016. Al mismo tiempo, un aumento de los precios del petróleo también podría lastrear el crecimiento del PIB real, que podría ser 0,1 puntos porcentuales inferior en 2016.

## 2) DESCENSO DE LA DEMANDA EXTERIOR

La relación entre el comercio mundial y el crecimiento del PIB mundial parece haber variado en los últimos años. Antes de la crisis financiera, las importaciones globales crecían por lo general más rápidamente que la actividad (la elasticidad histórica del comercio al crecimiento de la actividad entre 1982 y 2007 fue del 1,8). No obstante, desde 2011, el PIB y las importaciones mundiales han crecido a un ritmo similar (la elasticidad entre 2011 y 2013 se situó en promedio en el 1,1). Tras este período de relativa debilidad del comercio, el comercio mundial ha descendido ligeramente en los primeros meses de 2014.

El escenario de referencia de las proyecciones contempla una recuperación gradual de la dinámica del comercio mundial durante el horizonte temporal considerado, si bien a un nivel de elasticidad a largo plazo respecto a la actividad menor que el de antes de la crisis financiera. En este análisis de sensibilidad, se tienen en cuenta las implicaciones de un perfil más bajo de las importaciones mundiales y de la demanda externa de la zona del euro. Se parte del supuesto de que la elasticidad del comercio mundial se mantendrá en un nivel similar al del pasado reciente, es decir, en el 1,1. Ello implica una reducción del crecimiento de la demanda externa de la zona del euro de 0,3 puntos porcentuales en 2014 y de 1,4 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

Los resultados de los modelos macroeconómicos de los expertos del Eurosistema apuntan a un descenso del crecimiento del PIB real (-0,2 puntos porcentuales en 2015 y 2016) y de la inflación medida por el IAPC en 2016 (-0,1 puntos porcentuales).

## 3) MEDIDAS DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO ADICIONALES

Como se indica 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 hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos estrictas que las exigencias de saneamiento presupuestario incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias se refleja en términos generales en los programas de estabilidad de 2014 y en los documentos del programa de la UE y el FMI. No obstante, es frecuente que las medidas necesarias para lograr esos objetivos no se adopten o no tengan el suficiente nivel de detalle. En consecuencia, no son tenidas en cuenta en el escenario de referencia de las proyecciones, especialmente en 2015 y 2016, período que la mayoría de países no contempla en sus presupuestos actuales. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que la mayoría de Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas adicionales de saneamiento presupuestario, además de las consideradas en el escenario de referencia.

### 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 presupuestarios de los Gobiernos y los supuestos presupuestarios en que se basan las proyecciones. 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.

De acuerdo con este enfoque, se estima que el saneamiento presupuestario adicional en la zona del euro será de aproximadamente un 0,1 % del PIB en 2014, mientras que es probable que se adopten medidas adicionales en 2015 (de aproximadamente un 0,4 % del PIB) y, en menor medida, en 2016 (de aproximadamente un 0,2 % del PIB), lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 0,7 % del PIB al final de 2016. 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 se dirigirá principalmente al lado del gasto, aunque también incluirá incrementos 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 medida por el IAPC para la zona del euro empleando el nuevo modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE (ECB's New Area-Wide Model<sup>3</sup>).

El impacto en el crecimiento del PIB real de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en 2014 es limitado, y se estima que en 2015 se situará en torno a -0,3 puntos porcentuales y en -0,2 puntos porcentuales en 2016. El impacto de la inflación medida por el IAPC será previsiblemente de unos 0,1 puntos porcentuales en 2015.

Por tanto, el actual análisis apunta a ciertos riesgos a la baja para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento del PIB real en 2015 y 2016, puesto que no todas las medidas de saneamiento presupuestario previstas han sido incluidas en dicho escenario. Al mismo tiempo, existen también ligeros riesgos al alza para la inflación, debido a que se espera 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. Aunque incluso las medidas de saneamiento presupuestario bien diseñadas suelen tener efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, existen efectos positivos a más largo plazo que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis.<sup>4</sup> En consecuencia, 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.

### Efectos macroeconómicos estimados de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en el crecimiento del PIB y en la inflación medida por el IAPC en la zona del euro

(porcentaje del PIB)	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de los Gobiernos <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Supuestos presupuestarios de las proyecciones	-2,5	-2,3	-1,9
Saneamiento presupuestario adicional (acumulado) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
Efectos del saneamiento presupuestario adicional (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	-0,1	-0,3	-0,2
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,1	0,0

- 1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del último programa de la UE y el FMI para los países interesados y actualizaciones de los programas de estabilidad de 2014 para los países restantes.
- 2) Análisis de sensibilidad basado en las estimaciones 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.

- 1 Todas las simulaciones se han realizado sobre la base del supuesto de que no se producirán modificaciones de las políticas, ni de las demás variables relativas a los supuestos técnicos y al entorno internacional de la zona del euro.
- 2 Para una descripción detallada del modelo utilizado para calcular este ajuste al alza, véase Pagano, P. y Pisani, M., «Risk-adjusted forecasts of oil prices», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, (1), art.24, 2009.
- 3 Para una descripción detallada del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro, véase Christoffel, K., Coenen, G. y Warne, A., «The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, No 944, BCE, octubre de 2008.
- 4 Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos del saneamiento presupuestario, véase el artículo titulado «Fiscal multipliers and the timing of consolidation», en la versión en inglés del Boletín Mensual, BCE, abril de 2014.

### Recuadro 3

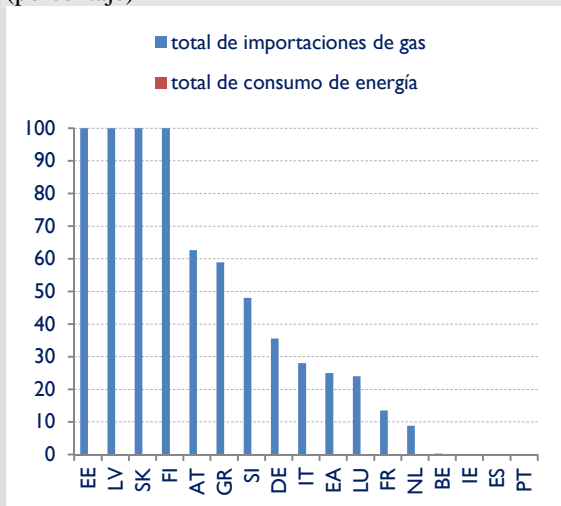
#### LA EXPOSICIÓN DE LA ZONA DEL EURO A LA CRISIS DE UCRANIA

La preocupación acerca de un posible aumento de las tensiones entre Ucrania y Rusia ha aumentado recientemente. En este recuadro se examina la exposición de la zona del euro a Rusia y Ucrania y se describen los principales canales a través de los cuales la zona del euro podría verse afectada si la crisis se agudizara con la imposición de eventuales sanciones a Rusia.

Hasta ahora, la crisis ha tenido un notable impacto adverso en las economías de Ucrania y de Rusia, si bien su efecto en la economía de la zona del euro ha sido limitado. Aunque parece que, en general, los datos de la zona del euro no se han visto afectados, existe evidencia anecdótica de un posible aumento de la incertidumbre relacionado con la crisis. No obstante, los precios de la renta variable y de las materias primas se han mantenido hasta ahora relativamente estables.

Los principales canales potenciales de contagios adversos para la zona del euro son el comercio y los vínculos financieros con Rusia, más que con Ucrania. La zona del euro importa una cantidad considerable de energía de Rusia: alrededor del 25 % de las importaciones de gas y casi un 30 % de las importaciones de petróleo vienen de ese país (véanse los gráficos A y B). Algunos países de la zona del euro importan gas casi exclusivamente de Rusia. Rusia y, en menor medida, Ucrania son también países de destino de exportaciones de la zona del euro. Alrededor del 5 % de las exportaciones de mercancías a países no pertenecientes a la zona del euro van a Rusia, mientras que el porcentaje de estas exportaciones a Ucrania representa aproximadamente el 1 % (véase el gráfico C). En términos de exposición financiera, los activos de las entidades de crédito frente a Rusia de entidades de crédito de la zona del euro representan un importe de en torno a un 1 % del PIB de la zona del euro (véase el gráfico D). No obstante, el volumen del comercio y de los vínculos financieros varía considerablemente entre los distintos países de la zona del euro.

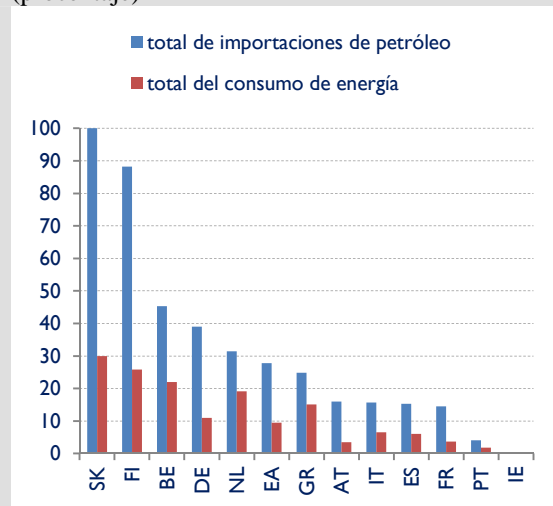
**Gráfico A: Importaciones de gas de Rusia (en 2011)**  
(porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Notes: No se dispone de datos para Chipre y Malta. Los países se ordenan según el porcentaje de importaciones de gas de Rusia en el total de sus importaciones de gas.

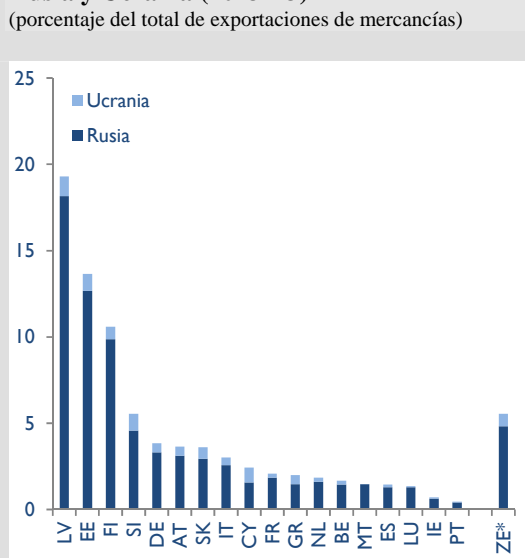
**Gráfico B: Importaciones de petróleo de Rusia (en 2011)**  
(porcentaje)



Fuente: Eurostat.

Notas: No se dispone de datos para Estonia, Chipre, Letonia, Luxemburgo, Malta y Eslovenia. Los países se ordenan según el porcentaje de importaciones de petróleo de Rusia en el total de sus importaciones de petróleo.

**Gráfico C: Exportaciones de mercancías a Rusia y Ucrania (2013 T3)**  
(porcentaje del total de exportaciones de mercancías)

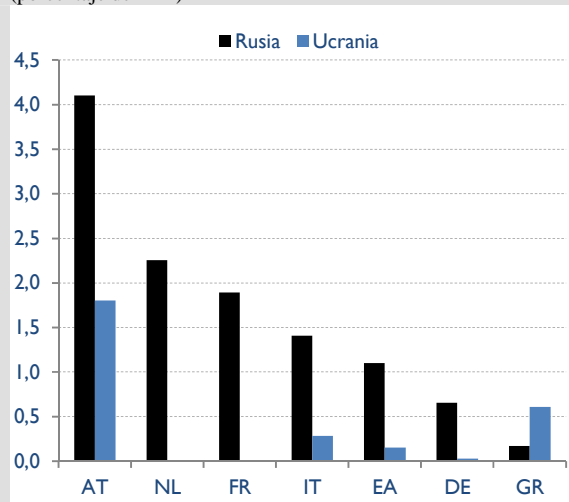


Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

\* neto de exportaciones de mercancías dentro de la zona del euro.

Notas: Los países se ordenan según el porcentaje de exportaciones de mercancías a Rusia y Ucrania del total de sus exportaciones de mercancías.

**Gráfico D: Activos exteriores de algunas entidades de crédito de la zona del euro (por países) frente a Ucrania y Rusia**  
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Estadísticas bancarias consolidadas del BPI y BCE.

Notas: Los países se ordenan según los activos exteriores de la zona del euro frente a Rusia en porcentaje del PIB correspondiente a 2013. Los datos se refieren por lo general al cuarto trimestre de 2013; en el gráfico se muestran solo los países de la zona del euro que informan sobre activos exteriores de sus entidades de crédito frente a Rusia; Francia y los Países Bajos no han informado recientemente sobre sus activos frente a Ucrania; los últimos datos disponibles de Austria corresponden al tercer trimestre de 2012. La cifra de la zona del euro es indicativa ya que se basa en datos de países referidos a distintos momentos temporales.

El posible impacto adverso en la economía de la zona del euro de una agudización del conflicto depende del tipo de sanciones impuestas por la Unión Europea y Estados Unidos a Rusia y de las medidas de represalia que este país pudiera adoptar. Aunque los detalles de tales sanciones no se conocen, estas podrían traducirse en un aumento de los precios del petróleo, un descenso de las exportaciones de Rusia a la zona del euro, que tendrían efectos negativos en la actividad de este país, y en flujos de salida de capital que llevarían a una depreciación del rublo. También podrían producirse efectos desfavorables para la zona del euro de una bajada de los precios de la renta variable y de un descenso de la confianza si los agentes económicos consideran la intensidad y las implicaciones de la crisis como un motivo de preocupación.

En la zona del euro, estos canales podrían frenar el PIB principalmente a través del impacto sobre el comercio y los precios del petróleo. Al mismo tiempo, una subida de los precios del petróleo podría traducirse en un aumento de la inflación medida por el IAPC en la zona del euro mayor que el considerado en el escenario de referencia.

En vista de la disparidad del grado de exposición del comercio y los vínculos financieros de los distintos países de la zona del euro a Rusia y Ucrania, el posible impacto de la crisis sería heterogéneo, y serían los países con mayor exposición a Rusia y Ucrania, como los Estados Bálticos, los que experimentarían los efectos más pronunciados.

También podría producirse un impacto negativo en algunos países de la zona del euro como resultado de los efectos indirectos de los países afectados negativamente, por ejemplo en el este de Europa. Los sectores y las industrias específicamente importantes para algunos países de la zona del euro, como la agricultura, los alimentos, la propiedad inmobiliaria, el turismo y determinados sectores bancarios, podrían verse particularmente afectados por una intensificación o prolongación de la crisis. Por último, aquellos países de la zona del euro que importan un alto porcentaje de gas y petróleo de Rusia se verían particularmente afectados por una interrupción del suministro de energía de este país.

#### Recuadro 4

#### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados 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).



## 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		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema.	Junio 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6-1,4]	[0,6-2,8]	[0,5-3,1]	[0,6-0,8]	[0,5-1,7]	[0,6-2,2]
Comisión Europea	Mayo 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCDE	Mayo 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Barómetro de la Zona del Euro	Mayo 2014	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2014	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2014	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
FMI	Abril 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2014; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2014; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2014; Consensus Economics Forecasts; 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.

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2014 será ligeramente superior a lo previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Las proyecciones para el crecimiento del PIB real en 2015 y 2016 son similares o ligeramente inferiores a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Respecto a la inflación medida por el IAPC, las previsiones de la mayoría de instituciones apuntan a un nivel anual medio en 2014 y 2015 próximo o ligeramente superior al proyectado por los expertos del Eurosistema. En 2016, de acuerdo con otras previsiones disponibles, la inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, entre el 1,3 % y el 1,7 %, frente al 1,4 % de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En el momento actual, todas las previsiones disponibles se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema que se indican en el cuadro.

© Banco Central Europeo, 2014

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.