



Junio de 2016

Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro¹

1 Perspectivas para la zona del euro: resumen y aspectos principales

Se espera que la recuperación económica de la zona del euro siga su curso, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, los bajos precios del petróleo, la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo y una cierta relajación fiscal en 2016. Los avances observados en el desapalancamiento de todos los sectores deberían sostener también el crecimiento de la demanda interna durante el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se prevé que desaparezca el lastre que supone el débil crecimiento de las exportaciones, gracias a la esperada recuperación gradual del comercio mundial. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real se situará en el 1,6 % en 2016 y en el 1,7 % en 2017 y 2018. Se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en niveles muy bajos en 2016 (0,2 %), reducida considerablemente por las recientes caídas de los precios de la energía. Para 2017, se prevé que la inflación general aumente significativamente hasta el 1,3 %, debido en gran medida a los efectos de base alcistas del componente energético. El descenso de la capacidad no utilizada de la economía impulsará algo más al alza la inflación, hasta situarla en el 1,6 % en 2018.

La demanda interna, que se espera se vea favorecida por diversos factores, respalda la recuperación. En particular, la orientación acomodaticia de la política monetaria sigue transmitiéndose a la economía. Aunque experimentará una cierta

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. 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 información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio fue el 10 de mayo de 2016 (véase el recuadro 1). La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 18 de mayo de 2016.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2016-2018. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013. Dos semanas después de la publicación de este artículo, y tras la publicación de las proyecciones nacionales por los bancos centrales nacionales, se publicará en el sitio web del BCE un cuadro con las proyecciones de algunas variables de países en las que se basan las proyecciones de los agregados de la zona del euro que se presentan en este documento.

desaceleración, el crecimiento del consumo privado continuará siendo sólido, sobre todo en 2016, ya que es probable que los hogares gasten la mayor parte de las anteriores ganancias extraordinarias relacionadas con los precios del petróleo en un entorno de mejora de las condiciones de los mercados de trabajo y de demanda de consumo acumulada. La recuperación esperada contribuirá asimismo a un repunte continuo y gradual de la inversión, debido en parte al efecto acelerador. La demanda interna se beneficiará también de una cierta relajación de la política fiscal a corto plazo.

Los factores desfavorables de carácter externo moderan las perspectivas a corto plazo, pero se espera que desaparezcan a medio plazo. La demanda externa de la zona del euro continuará recuperándose con moderación en el primer semestre de 2016, pues sigue viéndose afectada por la débil demanda de las economías emergentes. Este impacto adverso sobre el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se ve mitigado en parte por los favorables efectos retardados de la acusada depreciación anterior del euro. De cara al futuro, se espera que la actividad global fuera de la zona del euro se fortalezca de forma paulatina durante el período considerado, respaldando con ello la demanda externa de la zona y, por tanto, las exportaciones a países no pertenecientes a ella.

La evolución del componente energético del IAPC sigue siendo crucial para explicar tanto el bajo nivel de la inflación general en 2016 como el fuerte incremento que se prevé que se produzca entre 2016 y 2017. Se proyecta que en 2016 las importantes contribuciones negativas del componente energético del IAPC se mantengan y reduzcan la inflación general. Los significativos efectos de base al alza implican un acusado incremento de la inflación de la energía medida por el IAPC, hasta situarla en terreno positivo en 2017. Cuando desaparezcan estos efectos, se espera que la inflación de la energía medida por el IAPC se mantenga relativamente estable durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. Las presiones a la alza sobre la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se incrementarán gradualmente a lo largo del horizonte de proyección considerado. Las mejoras de las condiciones de los mercados de trabajo y el esperado fortalecimiento adicional de la recuperación económica impulsarán el crecimiento salarial y los márgenes de beneficios. Dadas las subidas estimadas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, sus efectos alcistas indirectos sobre la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos deberían intensificarse y, en última instancia, compensar la desaparición de los efectos moderadores de anteriores caídas de los precios de las materias primas. Además, se espera que en 2017 continúen los efectos al alza derivados de la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio del euro.

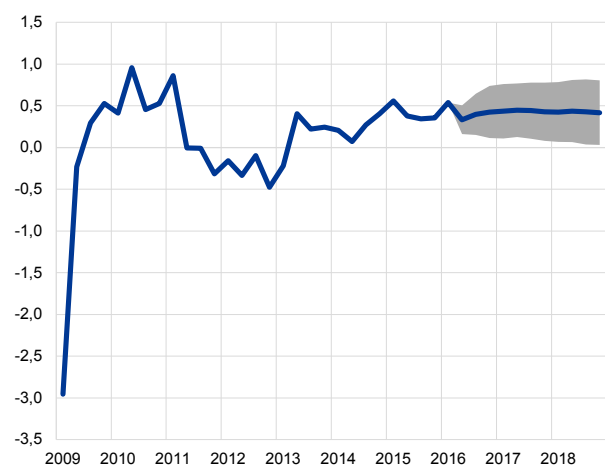
Gráfico 1

Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

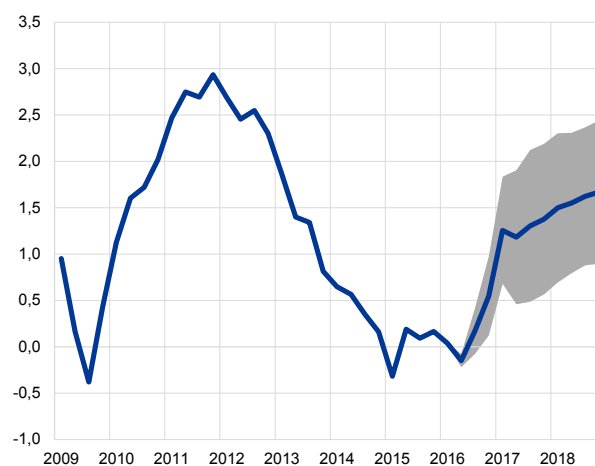
PIB real en la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

2

Economía real

Se espera que la recuperación de la actividad en la zona del euro siga siendo sólida. El crecimiento del PIB real fue del 0,5 % durante el primer trimestre del 2016. Los datos de las encuestas de opinión más recientes muestran que la confianza de las empresas y los consumidores se ha estabilizado en niveles superiores a sus medias a largo plazo, apuntando a un crecimiento económico sostenido a corto plazo.

Se prevé que el gasto en consumo privado crezca considerablemente en 2016 y que posteriormente mantenga su solidez. El crecimiento de la renta nominal disponible debería acelerarse paulatinamente durante el horizonte de proyección, favorecido por el crecimiento del empleo y el incremento de la remuneración nominal por asalariado. Los ingresos no laborales contribuirán positivamente al crecimiento de la renta nominal disponible, prácticamente en línea con la evolución de los beneficios. El crecimiento de la renta real disponible se acelerará en 2016 y perderá impulso en 2017 y con posterioridad, reflejando principalmente el perfil de la inflación del componente energético. Los bajos costes de financiación y una moderada recuperación del crecimiento de los préstamos y del patrimonio neto de los hogares, reforzados por las medidas de política monetaria del BCE, deberían estimular el consumo privado y ser compensados solo en parte por el impacto negativo del descenso de los ingresos por intereses en la renta disponible. Además, los avances observados en el desapalancamiento deberían respaldar asimismo el

crecimiento del consumo privado. En general, de acuerdo con las proyecciones, el crecimiento interanual del consumo privado pasará del 1,7% en 2015 al 1,9 % en 2016, y se desacelerará hasta el 1,7 % en 2017 y el 1,5 % en 2018.

Recuadro 1

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

En comparación con las proyecciones publicadas en marzo, las principales variaciones de los supuestos técnicos incluyen un aumento significativo de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en dólares, una ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y una bajada de los tipos de interés de mercado a largo plazo.

Supuestos técnicos

	Junio de 2016				Marzo de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Precio del petróleo (en USD por barril)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 10 de mayo de 2016, fecha límite de recepción de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3% en 2016, 2017 y 2018. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 0,9% en 2016, del 1,1% en 2017 y del 1,4% en 2018². 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 de los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos que las entidades aplican a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro disminuyan levemente en 2016, se mantengan prácticamente sin variación en 2017 y aumenten moderadamente en 2018. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los

² 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 a diez años de todos los bonos a la par de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte temporal de las proyecciones. Los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el período considerado.

mercados de futuros en las dos semanas previas al 10 de mayo, fecha de cierre de los datos, se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde 52,4 dólares en 2015, hasta 43,4 en 2016, y que posteriormente aumente hasta 49,1 dólares en 2017 y 51,3 en 2018, lo que representa un aumento cercano a 8 dólares en 2016 y 2017 y en torno a 6 dólares en 2018 respecto a las proyecciones de marzo. Se espera que los precios de las materias primas no energéticas en dólares desciendan ligeramente en 2016 y que aumenten moderadamente en 2017 y 2018.³ Los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 10 de mayo, fecha de cierre de los datos. Esto implica que el tipo de cambio medio entre el euro y el dólar se situará en 1,13 en 2016 y en 1,14 en 2017 y 2018, frente a los 1,11 en 2016 y 1,12 en 2017 y 2018 de las proyecciones de marzo. Se estima que el tipo de cambio efectivo nominal del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) se depreciará un 0,6 % durante el horizonte temporal de las proyecciones respecto al ejercicio de marzo.

Se prevé que la tasa de ahorro descienda hasta mediados de 2017 y que a partir de entonces se mantenga prácticamente inalterada. Se espera que la transmisión gradual de los incrementos de la renta real relacionados con los precios del petróleo siga respaldando en alguna medida la tasa de ahorro en 2016, y que disminuya en 2017. Se estima que la tasa de ahorro se estancará durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones, como reflejo de factores opuestos. En general, el descenso del desempleo, la mejora de las condiciones de financiación y los bajos niveles de los tipos de interés apuntan a una disminución de la tasa de ahorro. No obstante, en algunos países, se espera que las necesidades de desapalancamiento compensen esta disminución y se traduzcan en un incremento de la tasa de ahorro.

Se estima que la inversión residencial de la zona del euro se recuperará ligeramente. La aceleración proyectada del crecimiento de la renta nominal disponible y los tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios respaldarán una recuperación sostenida de la inversión residencial. Por otra parte, parece que el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda ha finalizado en muchos países y que los precios de la vivienda han tocado fondo. Sin embargo, es probable que los altos niveles de desempleo y de endeudamiento de los hogares en algunos países, así como los efectos demográficos desfavorables impidan un mayor crecimiento de la inversión en vivienda.

Se espera que se mantenga la recuperación de la inversión empresarial. De acuerdo con las proyecciones, el gasto de capital se verá apoyado por diversos factores como la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, reforzada adicionalmente por las recientes medidas de política monetaria adoptadas por el

³ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2017 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

BCE; el fortalecimiento previsto de la demanda externa e interna; la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión; el bajo coste y la amplia disponibilidad de financiación externa; las medidas fiscales adoptadas en algunos países y una mejora de los indicadores de márgenes en el contexto actual de abundancia de efectivo en las empresas no financieras. Por otra parte, la importante recuperación de las cotizaciones bursátiles observada en los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación de la deuda han situado la ratio de apalancamiento (ratio de deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras en niveles próximos a sus mínimos históricos. No obstante, la recuperación de la inversión empresarial se verá frenada por las rigideces de los mercados de productos y de trabajo, las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado y la mayor incertidumbre geopolítica.

Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumentarán en línea con la demanda externa de la zona del euro. Según las proyecciones, si bien la demanda externa aumentará gradualmente a partir del segundo semestre de 2016, en consonancia con la intensificación de la actividad mundial, permanecerá muy por debajo del patrón de crecimiento registrado antes de la crisis (véase el recuadro 2). Se estima que, tras sus recientes incrementos, las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se mantendrán prácticamente sin cambios durante el horizonte de las proyecciones. Las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro aumentarán en línea con su elasticidad histórica respecto de la demanda total, aunque seguirán creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones y representando una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento en 2016, que posteriormente será neutra. Se espera que el superávit de la balanza por cuenta corriente descienda ligeramente desde el 3,2 % del PIB registrado en 2015 hasta el 2,8 % en 2018.

Recuadro 2

Entorno internacional

Se proyecta un fortalecimiento gradual de la actividad económica mundial, impulsado por unas perspectivas de crecimiento aún sólidas en la mayoría de las economías avanzadas y por la progresiva mejora de las profundas recesiones observadas en algunas de las principales economías emergentes. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de los mercados de trabajo deberían apoyar las perspectivas de las economías avanzadas. Es probable que la desaceleración gradual de la economía china, se haga sentir en el crecimiento de otras economías emergentes, particularmente en las asiáticas. Aunque el reciente repunte de los precios de las materias primas alivia algunas de las presiones más agudas, los exportadores de materias primas seguirán realizando ajustes para afrontar los bajos precios. Además, a pesar de la reciente mejora de los mercados financieros, las economías emergentes se enfrentan a un entorno de condiciones de financiación externa más restrictivas, relacionadas en parte con la normalización de la política monetaria estadounidense. La incertidumbre política y las tensiones geopolíticas también están afectando negativamente a la demanda en algunos países.

El crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro) volvió a ser positivo en el segundo semestre de 2015, tras la marcada debilidad mostrada en el primer semestre del año pasado. A corto plazo, las importaciones mundiales siguen viéndose afectadas por la debilidad de algunas economías emergentes, particularmente Brasil y Rusia. Se espera que más adelante el comercio mundial se refuerce gradualmente, en línea con la recuperación de la actividad mundial. Las proyecciones mantienen el supuesto de que la elasticidad a medio plazo del comercio en relación con el crecimiento mundial es de aproximadamente 1, significativamente inferior a los niveles de antes de la crisis. En general, se estima que la demanda exterior de la zona del euro se incrementará desde el 0,6 % de 2015 hasta el 2,0 % en 2016, el 3,5 % en 2017 y el 4,0 % en 2018.

En comparación con las proyecciones de marzo de 2016, la actividad mundial y la demanda externa de la zona del euro se han corregido a la baja.

Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Junio de 2016				Marzo de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,1	3,1	3,7	3,8	3,1	3,2	3,8	3,9
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	0,7	1,8	3,5	4,0	0,7	2,2	3,8	4,1
Demanda externa de la zona del euro ²⁾	0,6	2,0	3,5	4,0	0,4	2,2	3,8	4,1

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 general, se prevé que el PIB real se incremente un 1,6% en 2016, y un 1,7 % en 2017 y en 2018.

Se espera que la brecha de producción negativa se estreche de forma constante durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones, como reflejo de un entorno de moderación del crecimiento del producto potencial. Se estima que el crecimiento del producto potencial aumentará ligeramente durante el período analizado, aunque se mantendrá muy por debajo de su tasa anterior a la crisis del 1,7 %. La debilidad de la dinámica del producto potencial obedece principalmente a una contribución muy baja del capital tras un período prolongado de moderado crecimiento de la inversión. De acuerdo con las proyecciones, la contribución del trabajo mejorará durante el horizonte temporal de las proyecciones, reflejando un incremento de la población en edad de trabajar en el contexto de un aumento de la tasa de actividad, debido en parte a algunas reformas estructurales y también a la inmigración actual.

Las condiciones del mercado laboral de la zona del euro deberían seguir mejorando durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones, a un ritmo ligeramente superior a lo esperado anteriormente. Se estima que el empleo seguirá aumentando durante el horizonte temporal considerado. La población activa crecerá sustancialmente en 2016 y 2017, debido en parte a la llegada de refugiados y al efecto incentivo sobre trabajadores desanimados. La tasa

de desempleo seguirá descendiendo, pero se mantendrá en niveles históricamente elevados. Esta evolución del empleo implica un repunte del crecimiento de la productividad del trabajo, que pasaría del 0,6 % en 2015 al 0,9 % en 2018, en línea con su patrón procíclico normal.

En comparación con las proyecciones de marzo 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real correspondientes a 2016 se han revisado al alza. La revisión al alza en 2016 refleja en parte un efecto de arrastre más positivo asociado a las revisiones de datos históricos, así como un crecimiento más fuerte de lo esperado en el primer trimestre del año y una reducción de la incertidumbre relacionada con el descenso de la volatilidad en el mercado financiero. A plazo más largo, las perspectivas de crecimiento se mantienen prácticamente sin cambios, ocultando efectos a la baja derivados de la subida de los precios del petróleo y de la mayor debilidad de la demanda externa que se ven compensados con creces por el impacto favorable de las medidas de política monetaria adoptadas en marzo de 2016.

3

Precios y costes

La reciente evolución de la inflación medida por el IAPC ha estado determinada por los bajos precios de la energía y por la moderada tendencia del IAPC excluidos la energía y los alimentos. La inflación medida por el IAPC se situó en el 0,1 % en mayo de 2016, reflejando una inflación del -8,1 % en el componente energético y del 0,8 % en el IAPC excluidos la energía y los alimentos.

Durante el período abarcado por las proyecciones, se espera que las presiones externas sobre los precios aumenten, contribuyendo significativamente a un incremento de la inflación general. Los efectos de base al alza relacionados con los precios del petróleo sobre la inflación del componente energético del IAPC y las nuevas subidas implícitas en los precios de los futuros del petróleo consideradas en los supuestos deberían explicar una parte importante del repunte de la inflación general en 2016 y 2017. También se espera que las presiones al alza procedentes de la considerable depreciación anterior del tipo de cambio del euro registrada desde mediados de 2014 continúen transmitiéndose a la inflación general. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos debería aumentar gradualmente durante el horizonte considerado a medida que las condiciones del mercado de trabajo mejoren y la recuperación económica se afiance, con el apoyo de las medidas de política económica del BCE.

El crecimiento de los salarios es moderado, pero se espera que se fortalezca ligeramente a medida que se reduzca gradualmente la holgura en los mercados de trabajo. El crecimiento de los salarios se está viendo frenado por el elevado desempleo, el bajo crecimiento de la productividad, los procesos de ajuste en distintos países para recuperar competitividad y el aumento de la flexibilidad salarial tras las reformas estructurales de los mercados de trabajo aplicadas durante la crisis. A este respecto, se espera que los efectos de composición sigan

moderando el crecimiento agregado de los salarios, dado que los nuevos empleos parecen crearse, en particular, en sectores con una productividad del trabajo relativamente más baja y, por tanto, menores niveles salariales. En conjunto, se espera que el crecimiento de la remuneración por asalariado aumente paulatinamente desde un 1,3 % en promedio en 2016, hasta un 1,8 % en 2017 y un 2,2 % en 2018.

La recuperación económica en curso debería apoyar los márgenes de beneficio. Se espera que las mejoras adicionales previstas en la demanda fomenten la capacidad de fijación de precios de las empresas y, en consecuencia, los márgenes de beneficio. Estos se han visto favorecidos recientemente por las ganancias extraordinarias derivadas del descenso de los precios del petróleo, pero se prevé que ese efecto desaparezca a corto plazo, en consonancia con las subidas adicionales de los precios del petróleo registradas recientemente e incluidas en los supuestos, como indica la curva de futuros del petróleo. Asimismo, se espera que los aumentos previstos en el crecimiento de los costes laborales unitarios durante el período considerado ejerzan un efecto moderador sobre los márgenes de beneficio en particular en 2018.

En comparación con las proyecciones de marzo, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2016 y se han mantenido prácticamente sin cambios para 2017 y 2018. Las revisiones al alza del componente energético del IAPC relacionadas con las modificaciones de los supuestos relativos a los precios del petróleo compensan ligeramente las revisiones a la baja de los componentes no energéticos del IAPC para 2016. Por su parte, las revisiones al alza para 2017 y 2018 de los componentes de energía y alimentos se han visto contrarrestadas en gran parte por las revisiones a la baja de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos.

4 Perspectivas de las finanzas públicas

Se prevé que la orientación de la política fiscal aporte una pequeña contribución positiva a la demanda en 2016 y sea prácticamente neutral en 2017 y 2018. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Su carácter expansivo en 2016 se debe principalmente a recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en varios países, así como del aumento del gasto relacionado con la afluencia de refugiados.

En el horizonte considerado, se proyecta que el déficit presupuestario y los ratios de deuda de las Administraciones Públicas se sitúen en una senda descendente. La reducción del déficit en 2016 obedece a un descenso de los pagos por intereses y a la mejora del componente cíclico, que quedan en parte contrarrestados por una relajación de la orientación de la política fiscal. En 2017 y 2018, los efectos favorables de la disminución de los pagos por intereses probablemente se vean acentuados por una mejora del saldo primario como

resultado principalmente de una evolución cíclica positiva. En el período comprendido entre 2016 y 2018, la reducción gradual de la deuda pública se verá respaldada en gran medida por el favorable diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés, en vista de la recuperación económica proyectada y de los bajos tipos de interés considerados en los supuestos. Unos reducidos superávits primarios deberían ejercer también un efecto positivo sobre la senda de deuda.

En comparación con las proyecciones publicadas en marzo, las perspectivas de las finanzas públicas son más favorables. El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas se ha revisado al alza en todo el período analizado debido a un supuesto de menor dinamismo del crecimiento del consumo público, incluida la remuneración de los empleados públicos, en un entorno de crecimiento del PIB nominal que apenas experimentará cambios en 2017 y 2018. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB también disminuya durante el horizonte de proyección, como consecuencia de unos superávits primarios más altos y, especialmente en 2016, de un diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés más favorable, derivado de la revisión al alza del crecimiento del PIB nominal.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación interanual)

	Junio de 2016				Marzo de 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾
Consumo privado	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Consumo público	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Formación bruta de capital fijo	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Exportaciones ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Importaciones ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Empleo	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Tasa de desempleo (% de la población activa)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
IAPC	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
IAPC excluida la energía	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
IAPC excluidos la energía y los alimentos	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Costes laborales unitarios	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Remuneración por asalariado	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Productividad del trabajo	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

1) Datos ajustados por días laborables.

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

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

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

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

Recuadro 3

Análisis de sensibilidad

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis

de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a algunos supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran un riesgo de que esos precios se incrementen a un ritmo ligeramente mayor durante el horizonte de proyección de lo que sugieren los futuros. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo que subyacen a las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros, prevén una trayectoria ascendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en 52 dólares estadounidenses a finales de 2018. Esta trayectoria es coherente con una recuperación moderada de la demanda mundial de petróleo, escenario que posiblemente esté asociado al afianzamiento de la recuperación económica mundial y a un ligero descenso de la oferta de petróleo. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del Eurosistema⁴ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugiere actualmente una subida de dichos precios en 2017 y 2018 mayor que la contemplada en los supuestos técnicos. Esto podría deberse a una recuperación más sólida de la demanda mundial de petróleo como consecuencia de un repunte de la actividad mundial mayor del previsto o de una reducción más pronunciada de su oferta a causa de una menor inversión en el sector petrolífero y, por tanto, de un descenso de la capacidad de explotación en algunos países productores. La materialización de una trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo serían un 10 % más altos que en el escenario de referencia para 2018, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC (de hasta aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en 2017 y 0,2 puntos porcentuales en 2018).

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad investiga el impacto de una trayectoria del tipo de cambio del euro más débil que en el escenario de referencia. Los riesgos de depreciación proceden principalmente de una divergencia de la orientación de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. En particular, un mayor grado de acomodación monetaria en la zona del euro y un aumento del tipo de referencia de los fondos federales en Estados Unidos antes de lo previsto podrían ejercer presiones a la baja adicionales sobre el euro. La trayectoria alternativa del tipo de cambio del euro se basa en el percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 10 de mayo de 2016. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,04 en 2018, que es un 8,8 % inferior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 50 %. Este supuesto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro

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

respecto al escenario de referencia, hasta un 4,6 % por debajo del escenario de referencia en 2018. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a un mayor crecimiento del PIB real (de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales) y a un incremento de la inflación medida por el IAPC (de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales) en 2016, 2017 y 2018.

Recuadro 4

Previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación). Como se indica en el cuadro, la mayoría de las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles muestran un crecimiento del PIB real similar o ligeramente más bajo durante el período considerado, mientras que presentan tasas de inflación similares o algo más altas. Las previsiones de crecimiento del PIB real y de inflación medida por el IAPC no difieren demasiado de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio y están claramente dentro de sus intervalos (que figuran entre paréntesis).

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

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Junio de 2016	1,6 [1,3-1,9]	1,7 [0,7-2,7]	1,7 [0,5-2,9]	0,2 [0,1-0,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
Comisión Europea	Mayo de 2016	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OCDE	Junio de 2016	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Barómetro de la Zona del Euro	Mayo de 2016	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Mayo de 2016	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Abril de 2016	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
FMI	Abril de 2016	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Fuentes: Previsiones Económicas Europeas de primavera de 2016 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2016; Economic Outlook de la OCDE, junio de 2016; 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 BCE y del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2016

Dirección postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0 www.ecb.europa.eu

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