



# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE JUNIO DE 2015 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

## 1. PERSPECTIVAS PARA LA ZONA DEL EURO: RESUMEN Y ASPECTOS PRINCIPALES

**Las proyecciones de junio confirman las perspectivas de una recuperación en la zona del euro.** Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real registró un incremento del 0,4 % en el primer trimestre de 2015 y los últimos datos de las encuestas apuntan a una continuación de la recuperación cíclica. A más largo plazo, persisten los factores en que se basa la recuperación económica sostenida que se espera.

**Las perspectivas para la actividad se verán respaldadas por factores externos.** El nivel aún comparativamente bajo de los precios del petróleo asumido en las proyecciones, aunque ha repuntado ligeramente, sigue siendo favorable para el consumo privado y la inversión empresarial. Asimismo, se prevé que la demanda externa de la zona del euro aumente ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones. La demanda externa está sustentada principalmente por un mayor crecimiento de las economías avanzadas, mientras que las perspectivas para los mercados emergentes se han deteriorado ligeramente.

**Se espera que las recientes medidas de política monetaria del BCE beneficien a la demanda agregada.** Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito han bajado adicionalmente como consecuencia del programa ampliado de compra de activos del BCE, las cotizaciones bursátiles han aumentado significativamente y el tipo de cambio se ha depreciado sustancialmente. En consecuencia, se espera que la demanda agregada y, más concretamente, la formación de capital fijo y las exportaciones se beneficien de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Se estima que las recientes medidas de política monetaria no convencionales estimularán asimismo la demanda agregada a través del canal de reajuste de las carteras y de los efectos sobre la confianza.

**La demanda interna debería beneficiarse asimismo de otros factores.** Se prevé que la orientación de las políticas fiscales, medida como una variación del saldo primario de las Administraciones Públicas ajustado de ciclo, sea básicamente neutra durante el horizonte temporal de las proyecciones, en contraste con la orientación restrictiva observada hasta 2013. Las condiciones de la oferta de crédito han seguido mejorando, como muestran los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, que indican una relajación neta tanto de los criterios de aprobación de préstamos como de las condiciones de financiación. La deuda de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB) registró un ligero descenso adicional en 2014, manteniéndose la tendencia observada desde 2012. Parece que también los hogares han progresado en la reducción de su endeudamiento, particularmente en países con una carga de deuda comparativamente elevada. Por otra parte, se espera que el proceso de ajuste de los mercados de la vivienda haya finalizado en muchos países, como indica el que los precios de la vivienda hayan tocado fondo.

---

<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 el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 20 de mayo de 2015. El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2015-2017. 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.

**No obstante, siguen existiendo restricciones estructurales.** El endeudamiento del sector público ha continuado incrementándose, aunque a menor ritmo, y se espera que se mantenga elevado en algunos países. La evolución de los mercados de trabajo, aunque está mejorando en general, seguirá viéndose ensombrecida por las elevadas tasas de desempleo estructural registradas en algunos países. Asimismo, las preocupaciones acerca del crecimiento potencial a largo plazo y la lentitud de los progresos en la aplicación de reformas estructurales, la abundante capacidad productiva sin utilizar que persiste y los altos niveles de deuda empresarial que todavía registran algunos países seguirán pesando sobre el gasto en inversión empresarial.

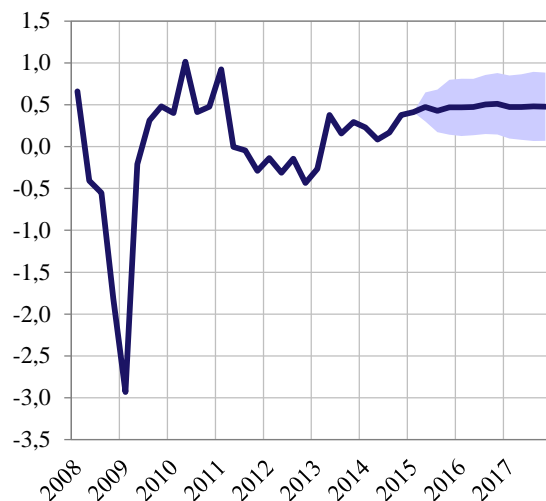
**En conjunto, el crecimiento del PIB real aumentará sustancialmente, desde el 0,9 % en 2014 hasta el 1,5 % en 2015, el 1,9 % en 2016 y el 2,0 % en 2017.** En contraste, se estima que, durante el horizonte temporal de las proyecciones, el producto potencial crecerá aproximadamente a un ritmo del 1 %, puesto que se espera que las contribuciones del trabajo y del capital sigan siendo débiles. Por tanto, se prevé que la brecha negativa del producto se reduzca sustancialmente hacia el final del horizonte temporal que abarcan las proyecciones.

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

(datos trimestrales)

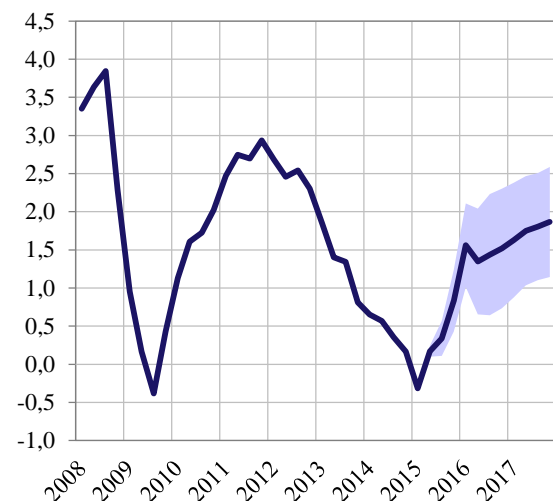
**PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>**

(variaciones intertrimestrales)



**IAPC de la zona del euro**

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

**Se estima que la inflación medida por el IAPC ha tocado fondo en enero de 2015 y que en los últimos meses ha registrado un aumento moderado.** Este repunte obedece principalmente a una relajación de la presión a la baja de la inflación de los precios energéticos medida por el IAPC debida a un aumento de los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses. Además, se ha producido una presión al alza como consecuencia de la subida de la inflación de los alimentos medida por el IAPC, que refleja los incrementos de los precios de las materias primas alimenticias. El impacto de estos aumentos de los precios de las materias primas se ha visto reforzado por una depreciación del euro. En contraste, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se ha mantenido débil durante los últimos meses y aún no ha mostrado señales de ascenso. Las presiones alcistas sobre los precios para la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos solo son visibles hasta el momento en las primeras fases de la cadena de precios, particularmente en los de las importaciones, y no han afectado aún a los precios industriales internos.

**En general, se prevé que la inflación medida por el IAPC seguirá incrementándose durante 2015 y que se situará en una media del 0,3 % para el conjunto del año.** Se estima que los efectos de base al alza, junto con la subida esperada de los precios del petróleo implícita en los mercados de futuros (véase el recuadro 2), se traduzca en una dinámica menos negativa del componente energético del IAPC durante el curso del año. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se reforzará gradualmente durante 2015. Se espera que el descenso de la capacidad no utilizada en los mercados de trabajo y en la economía en su conjunto se refleje en un afianzamiento del crecimiento de los salarios y de los márgenes de beneficios. Asimismo, la depreciación del euro y los efectos indirectos de los incrementos esperados de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas deberían contribuir al repunte de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos.

**Se estima que la inflación seguirá incrementándose hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017, debido a un descenso adicional de la capacidad no utilizada de la economía y a las presiones externas de signo positivo sobre los precios.** Estos aumentos esperados reflejan a su vez los efectos retardados del canal del tipo de cambio y la pendiente positiva de la curva de futuros sobre los precios del petróleo. Asimismo, se espera que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos registre un incremento adicional, hasta situarse en el 1,7 % en 2017.

## 2. ECONOMÍA REAL

**Se prevé una recuperación generalizada de la actividad en la zona del euro durante el horizonte temporal de las proyecciones.** En el primer trimestre de 2015, la actividad ha mantenido el impulso observado a finales del año pasado. Las encuestas apuntan a una continuación de la recuperación cíclica a mediados de 2015. Las buenas perspectivas reflejan principalmente el impacto positivo esperado sobre la actividad derivado de la depreciación del euro desde mediados de 2014, de los bajos tipos de interés —debido en parte al programa ampliado de compra de activos— y de los efectos positivos sobre la renta debidos al descenso de los precios de la energía.

**De acuerdo con las proyecciones, el gasto en consumo privado seguirá siendo un factor determinante de la recuperación.** Las perspectivas a corto plazo para el crecimiento de la renta real disponible siguen siendo favorables, si bien se espera que su impulso se vea ligeramente frenado por el impacto de la corrección parcial de la bajada de los precios energéticos. Posteriormente, las rentas salariales se incrementarán en un contexto de solidez de crecimiento del empleo y de una aceleración de la remuneración salarial por asalariado, mientras que otras rentas personales también aumentarán a medida que la economía en general se recupere. Los bajos costes de financiación y la relajación de las condiciones de concesión de préstamos deberían respaldar el consumo privado y, en cierta medida, un incremento del patrimonio neto de los hogares como consecuencia de los aumentos de los precios de los activos financieros en 2015 y de las mejoras esperadas de los mercados de la vivienda en 2016 y 2017. En conjunto, el crecimiento anual del consumo privado se situará en un promedio del 1,7 % durante el horizonte de proyección.

**Se espera que la tasa de ahorro descienda ligeramente en los próximos trimestres, tras un aumento inicial registrado coincidiendo con los incrementos de la renta real relacionados con los precios del petróleo.** Posteriormente, efectos de diverso signo en los distintos países implican un nivel prácticamente sin cambios de la tasa de ahorro durante el horizonte temporal de las proyecciones. Por una parte, el nivel muy bajo de los rendimientos obtenidos por intereses tiende a desincentivar el ahorro por un efecto de sustitución intertemporal. Además, en algunos países, una mejora adicional de la confianza de los consumidores, junto con una disminución gradual del desempleo, podría traducirse en un descenso del ahorro por motivos de precaución. Asimismo, los hogares podrían aumentar gradualmente sus compras importantes anteriormente aplazadas, lo que reduciría la tasa de ahorro. Por otra parte, en algunos países, se espera que la elevada incertidumbre que persiste en relación con la crisis de deuda soberana, así como los altos niveles de desempleo y deuda, mantengan ciertas presiones al alza sobre el ahorro.

**Tras ocho años de contracción, se espera que el descenso de la inversión residencial en la zona del euro termine a finales de 2015.** No obstante, las perspectivas para la inversión residencial mejorarán solo de forma gradual, puesto que siguen ensombrecidas por las fragilidades que persisten en algunos países. Con todo, la inversión residencial debería cobrar impulso con el paso del tiempo, respaldada por el crecimiento sostenido de la renta real disponible, los tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios y la relajación de las condiciones de financiación, lo que debería traducirse en un mayor crecimiento de los préstamos a los hogares. Sin embargo, es probable que los altos niveles de deuda de los hogares registrados en algunos países y los efectos demográficos desfavorables en otros impidan un mayor crecimiento de la inversión residencial.

**La inversión empresarial cobrará impulso de forma gradual, apoyada por el programa ampliado de compra de activos y la recuperación cíclica.** La inversión empresarial continuará su modesta recuperación durante 2015, tras haberse visto frenada por la elevada incertidumbre relacionada con la crisis de deuda soberana de la zona del euro, la baja rentabilidad, la abundante capacidad productiva sin utilizar y las restricciones a la oferta de crédito en algunos países. Sin embargo, se espera que el efecto adverso de estos factores disminuya durante el horizonte temporal de las proyecciones. Asimismo, la presión general para el desapalancamiento de las empresas en la zona del euro debería, en el horizonte de proyección, constreñir la inversión empresarial menos que en el pasado. Por otra parte, de acuerdo con las proyecciones, el fortalecimiento de la demanda interna y externa, la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión, la orientación acomodaticia de la política monetaria y un fortalecimiento de márgenes de beneficio respaldarán el gasto de capital. No obstante, en comparación con ciclos anteriores, la recuperación de la inversión empresarial se verá frenada por la incertidumbre que aún persiste, las restricciones financieras y la mayor debilidad de las perspectivas de crecimiento del producto potencial.

**La demanda externa de la zona del euro ha sido más débil de lo esperado recientemente, como consecuencia de una desaceleración de los mercados emergentes.** De acuerdo con las proyecciones, repuntará moderadamente a medida que se recupere la actividad mundial (véase el recuadro 1). Aunque se espera un fortalecimiento de la demanda externa durante el horizonte considerado, su ritmo de crecimiento se situará bastante por debajo del que registraba antes de la crisis, como reflejo del descenso de la actividad mundial y de una menor elasticidad del comercio mundial en relación con el crecimiento. El repunte de la demanda exterior de la zona del euro ocultará algunas divergencias entre las estructuras de comercio sectoriales y regionales de los países de la zona y el hecho de que algunos de estos países se han visto más afectados que otros por su exposición a Rusia y a la región de la CEI, así como a los países exportadores de petróleo.

#### Recuadro 1

##### ENTORNO INTERNACIONAL

**El crecimiento a escala global se ha desacelerado a comienzos de 2015, al mantenerse la economía mundial en una senda de recuperación moderada pero desigual, con una persistente evolución divergente entre las economías avanzadas y las emergentes.** De cara al futuro, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará durante el horizonte temporal considerado, desde un 3,4 % en 2015, hasta un nivel ligeramente superior al 4 % en el período 2016-2017. Entre los factores que deberían sostener este crecimiento, se espera que la caída de los precios del petróleo durante el pasado año beneficie a los países importadores de petróleo. Pese al endurecimiento monetario previsto en Estados Unidos, las condiciones financieras acomodaticias de las economías avanzadas también deberían respaldar la demanda mundial. Además, los factores adversos que han limitado el crecimiento en varias economías avanzadas desde la crisis financiera —desapalancamiento del sector privado, consolidación fiscal y debilidad de los mercados de trabajo— están perdiendo fuerza, lo que constituye la base para una recuperación más sostenida de dichas economías. Por el contrario, las perspectivas de los mercados emergentes se han deteriorado, y continúa la desaceleración observada en los últimos años. En algunas economías emergentes, los persistentes desequilibrios macroeconómicos restringen cada vez más el potencial de crecimiento. Otras están ajustándose al descenso de los precios de las materias primas y a la normalización prevista de las políticas monetarias en las economías avanzadas.

**El crecimiento del comercio mundial se desaceleró de forma acusada a comienzos de 2015, pero se espera que se recupere a lo largo del horizonte de las proyecciones.** Se prevé que el comercio mundial (excluida la zona del euro) aumente, desde el 2 % en 2015, hasta aproximadamente el 5 % en 2016 y 2017. Sin embargo, la elasticidad del comercio a la actividad durante el horizonte considerado se mantendrá por debajo de los niveles anteriores a la crisis, como consecuencia de la composición menos intensiva en comercio del crecimiento del PIB mundial.

**En comparación con las proyecciones elaboradas por los expertos publicadas en marzo, la actividad mundial en 2015 se ha revisado a la baja debido a un empeoramiento de las perspectivas a corto plazo.** La demanda exterior de la zona del euro también se ha revisado a la baja, especialmente para 2015, ya que se espera que las importaciones de algunas de las principales economías emergentes, sobre todo de Rusia, se reduzcan.

## Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

|  | Junio de 2015 |      |      |      | Marzo de 2015 |      |      | Revisiones desde marzo de 2015 |      |      |
|--|---------------|------|------|------|---------------|------|------|--------------------------------|------|------|
|  | 2014          | 2015 | 2016 | 2017 | 2015          | 2016 | 2017 | 2015                           | 2016 | 2017 |
| PIB real mundial (excluida la zona del euro)               | 3,7           | 3,4  | 4,1  | 4,1  | 3,8           | 4,2  | 4,1  | -0,4                           | -0,1 | 0,0  |
| Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup> | 2,7           | 2,0  | 4,8  | 5,2  | 3,9           | 5,1  | 5,4  | -1,8                           | -0,3 | -0,2 |
| Demanda exterior de la zona del euro <sup>2)</sup>         | 2,9           | 2,2  | 4,6  | 5,0  | 3,2           | 4,7  | 5,1  | -1,0                           | -0,2 | -0,1 |

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

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.

**Un aumento gradual de la demanda exterior y un tipo de cambio del euro más débil deberían respaldar el crecimiento de las exportaciones durante el horizonte considerado, incrementándose las cuotas de mercado de las exportaciones.** El crecimiento de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se acelerará gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, como consecuencia del fortalecimiento de la demanda total en la zona del euro. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se reduzca ligeramente, hasta situarse en el 2,0 % del PIB en 2017.

**Las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro mejorarán durante el período que abarcan las proyecciones.** El empleo continuó recuperándose en 2014 y cobró impulso en el primer trimestre de 2015. La actual recuperación sigue siendo más sólida de lo que sugieren las elasticidades históricas del empleo a la actividad global, lo que probablemente se deba al impacto favorable de la moderación salarial y de las recientes reformas de los mercados de trabajo. Se estima que el empleo seguirá mejorando significativamente durante el horizonte considerado, como consecuencia sobre todo de la recuperación económica y, en algunos países, de los incentivos fiscales y de anteriores reformas de los mercados de trabajo. El número de horas trabajadas por persona ocupada se incrementará ligeramente, aunque se mantendrá muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. La población activa aumentará moderadamente, frenada por los efectos disuasorios del todavía elevado desempleo en algunos países y por factores demográficos adversos en otros.

## Recuadro 2

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

**En comparación con las proyecciones de marzo, los cambios en los supuestos técnicos incluyen un aumento considerable de los precios del petróleo en dólares estadounidenses, una depreciación del euro y unos tipos de interés a largo plazo en la zona del euro ligeramente más altos.**

**Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 12 de mayo de 2015, fecha de cierre de 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 0,0 % en 2015 y 2016 y del 0,2 % en 2017. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años sugieren un nivel medio del 1,3 % en 2015, del 1,7 % en 2016 y del 1,9 % en 2017<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 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 2015 y se incrementen moderadamente en 2016 y 2017. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas al 12 de mayo, fecha de cierre de datos, se supone que el precio del barril de Brent se reducirá desde los 99,3 dólares de 2014, hasta los 63,8 en 2015, y que luego aumentará hasta los 71,0 dólares en 2016 y los 73,1 en 2017. Los supuestos contemplan que los precios de las materias primas no energéticas en dólares registrarán un descenso sustancial en 2015 y un alza en 2016 y 2017<sup>2</sup>. Se supone que los tipos de cambio bilaterales se mantendrán sin cambios durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en el período de dos semanas hasta el 12 de mayo, fecha de cierre de datos. Esto implica un tipo de cambio de 1,12 dólares por euro durante el período considerado.

#### Supuestos técnicos

|   | Junio 2015 |       |      |      | Marzo 2015 |      |      | Revisiones desde marzo de 2015 <sup>1)</sup> |      |      |
|---|------------|-------|------|------|------------|------|------|--|------|------|
|   | 2014       | 2015  | 2016 | 2017 | 2015       | 2016 | 2017 | 2015   | 2016 | 2017 |
| Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)                                      | 0,2        | 0,0   | 0,0  | 0,2  | 0,1        | 0,1  | 0,2  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)               | 2,0        | 1,3   | 1,7  | 1,9  | 1,2        | 1,4  | 1,6  | 0,1  | 0,3  | 0,3  |
| Precio del petróleo (en USD por barril)   | 98,9       | 63,8  | 71,0 | 73,1 | 58,5       | 66,8 | 70,7 | 9,0  | 6,3  | 3,4  |
| Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual) | -6,2       | -13,6 | 2,9  | 4,9  | -11,0      | 2,6  | 4,8  | -2,6   | 0,3  | 0,0  |
| Tipo de cambio USD/EUR  | 1,33       | 1,12  | 1,12 | 1,12 | 1,14       | 1,13 | 1,13 | -1,8   | -1,5 | -1,5 |
| Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-19) (tasa de variación anual)    | 0,6        | -9,5  | -0,2 | 0,0  | -7,9       | -0,2 | 0,0  | -1,6   | 0,0  | 0,0  |

1) Las revisiones se calculan a partir de datos sin redondear y 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.

- 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 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. 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 período considerado.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2016 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que se utilizan para predecir los precios de consumo de los alimentos, se proyectan sobre la base de un modelo econométrico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias.

**La tasa de desempleo seguirá descendiendo, pero se mantendrá en niveles históricamente elevados.** Se prevé que el número de desempleados se reduzca en unos 2,8 millones durante el período que abarcan las proyecciones, situándose en su cota más baja desde mediados de 2009, aunque continuará habiendo aproximadamente 4,5 millones de parados más que en el nivel más bajo registrado antes de la crisis. Este descenso refleja el efecto bajista del crecimiento del empleo, que se ve contrarrestado parcialmente por el impacto alcista del aumento de la población activa, aunque en mucha menor medida que en el pasado. Así

pues, se espera que la tasa de desempleo caiga de manera acusada durante el horizonte de las proyecciones, situándose en el 10,0 % en 2017.

**Las perspectivas de crecimiento se mantienen prácticamente inalteradas en comparación con el ejercicio de proyección anterior.** Únicamente se ha revisado ligeramente a la baja el PIB real para 2017 como consecuencia de un menor crecimiento de la inversión privada.

### 3. PRECIOS Y COSTES

**La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 0,3 % en 2015, y repuntará hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017.** Se prevé que aumente en el transcurso de 2015, impulsada al alza por el componente energético debido a efectos de base y al supuesto de la subida de los precios del petróleo incorporado en los mercados de futuros, así como a la depreciación del euro desde mediados de 2014, al incremento esperado de los precios de las materias primas no energéticas y a una intensificación de las presiones sobre los precios internos derivada de la recuperación económica. En 2016 y 2017, la inflación general debería registrar un nuevo aumento al consolidarse las presiones sobre los precios internos a causa del constante estrechamiento de la brecha de producción y al esperarse continuas presiones alcistas sobre los precios, procedentes del exterior, en particular a través de los efectos retardados de la depreciación del euro.

**La evolución de los precios de las materias primas y del tipo de cambio es un importante factor determinante del repunte de la inflación.** La caída de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas durante la mayor parte de los dos últimos años y la apreciación del euro en el período transcurrido hasta principios de 2014 han ejercido considerables presiones a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, y explican en gran medida el acusado descenso de la inflación, hasta situarse en niveles muy bajos en el pasado reciente. Se espera que el cambio de tendencia, de bajista a alcista, de los precios externos, sostenga el repunte de la inflación hasta 2017. Las presiones al alza sobre los precios deberían proceder de aumentos esperados de los precios de la energía y de las materias primas, como sugieren las curvas de los futuros, a lo largo del horizonte de la proyección. La depreciación del euro desde mediados de 2014 también contribuirá a una tendencia ascendente de la inflación y, dados los considerables efectos retardados de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre la inflación, se espera que las tendencias al alza más recientes de los precios externos contribuyan a un repunte de la inflación hasta el final del horizonte que abarcan las proyecciones. Sin embargo, se considera que el impacto alcista de la depreciación del euro será menor que el observado en episodios anteriores sobre la base de la evidencia encontrada en algunos estudios de que la transmisión del tipo de cambio a la inflación de la zona del euro disminuye con el tiempo.

**Se prevé que la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo se traduzca en un fortalecimiento del crecimiento de los salarios.** Según las proyecciones, el crecimiento sostenido del empleo y la caída de la tasa de paro respaldará el aumento gradual de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, desde el 1,5 % en 2014 hasta el 2,3 % en 2017.

**El repunte del crecimiento de los salarios se ve frenado por diversos factores.** Entre ellos se incluyen la capacidad no utilizada que aún existe en los mercados de trabajo y los actuales procesos de ajuste de la competitividad en términos de costes en algunos países de la zona del euro. Además, es probable que las reformas estructurales de los mercados de trabajo llevadas a cabo en algunos países de la zona del euro en apoyo del crecimiento del empleo frenen el repunte del crecimiento de los salarios durante la actual recuperación. Aunque se espera que la intensidad del incremento de los salarios sea moderada, se prevé asimismo que el impacto a la baja sobre los salarios de los efectos de segunda vuelta derivados de anteriores caídas de los precios del petróleo sea limitado. Esto refleja el hecho de que los sistemas automáticos de indexación de salarios funcionan principalmente en el caso de ajustes de precios al alza y, también, que tales sistemas se han suspendido o limitado temporalmente en algunos de los países en los que existen.

**El crecimiento de los costes laborales unitarios aumentará ligeramente durante la recuperación económica.** Se espera que las presiones sobre los costes generadas por la recuperación de los salarios se

vean contrarrestadas parcialmente por la aceleración cíclica de la productividad hasta 2017. El crecimiento de los costes laborales unitarios se incrementará hasta el 1,3 % en 2017.

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

(tasas de variación anuales)

|   | Junio de 2015 |                             |                             |                             | Marzo de 2015              |                           |                           | Revisiones desde marzo de 2015 <sup>2)</sup> |      |      |
|---|---------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|--|------|------|
|   | 2014          | 2015                        | 2016                        | 2017                        | 2015                       | 2016                      | 2017                      | 2015   | 2016 | 2017 |
| PIB real <sup>3)</sup>  | 0,9           | 1,5                         | 1,9                         | 2,0                         | 1,47                       | 1,9                       | 2,1                       | 0,0  | 0,0  | -0,1 |
|   |               | [1,2 - 1,8] <sup>4)5)</sup> | [0,8 - 3,0] <sup>4)5)</sup> | [0,7 - 3,3] <sup>4)5)</sup> | [1,1 - 1,9] <sup>4)</sup>  | [0,8 - 3,0] <sup>4)</sup> | [0,9 - 3,3] <sup>4)</sup> |  |      |      |
| Consumo privado   | 1,0           | 1,9                         | 1,6                         | 1,6                         | 1,8                        | 1,6                       | 1,6                       | 0,1  | 0,0  | 0,0  |
| Consumo público   | 0,7           | 0,7                         | 0,7                         | 0,8                         | 1,0                        | 0,6                       | 0,8                       | -0,3   | 0,2  | 0,0  |
| Formación bruta de capital fijo   | 1,2           | 1,9                         | 3,5                         | 3,9                         | 1,7                        | 4,1                       | 4,6                       | 0,1  | -0,6 | -0,7 |
| Exportaciones <sup>6)</sup>   | 3,8           | 4,2                         | 5,4                         | 5,6                         | 4,1                        | 5,1                       | 5,5                       | 0,1  | 0,2  | 0,1  |
| Importaciones <sup>6)</sup>   | 4,1           | 4,8                         | 5,8                         | 5,9                         | 4,3                        | 5,5                       | 5,8                       | 0,5  | 0,3  | 0,1  |
| Desempleo   | 0,6           | 0,9                         | 0,9                         | 1,0                         | 0,9                        | 0,9                       | 0,9                       | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Tasa de desempleo (% de la población activa)  | 11,6          | 11,1                        | 10,6                        | 10,0                        | 11,1                       | 10,5                      | 9,9                       | 0,0  | 0,1  | 0,0  |
| IACP  | 0,4           | 0,3                         | 1,5                         | 1,8                         | 0,0                        | 1,5                       | 1,8                       | 0,3  | 0,0  | -0,1 |
|   |               | [0,2 - 0,4] <sup>4)</sup>   | [0,9 - 2,1] <sup>4)</sup>   | [1,0 - 2,6] <sup>4)</sup>   | [-0,3 - 0,3] <sup>4)</sup> | [0,8 - 2,2] <sup>4)</sup> | [1,0 - 2,6] <sup>4)</sup> |  |      |      |
| IACP excluida la energía  | 0,7           | 0,9                         | 1,4                         | 1,7                         | 0,8                        | 1,4                       | 1,8                       | 0,0  | -0,1 | 0,0  |
| IACP excluida la energía y los alimentos  | 0,8           | 0,8                         | 1,4                         | 1,7                         | 0,8                        | 1,3                       | 1,7                       | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| IACP excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>7)</sup> | 0,7           | 0,8                         | 1,4                         | 1,7                         | 0,8                        | 1,3                       | 1,7                       | 0,0  | 0,1  | 0,0  |
| Costes laborales unitarios  | 1,2           | 0,8                         | 0,7                         | 1,3                         | 1,1                        | 1,0                       | 1,2                       | -0,3   | -0,3 | 0,1  |
| Remuneración por asalariado   | 1,5           | 1,4                         | 1,7                         | 2,3                         | 1,7                        | 2,0                       | 2,3                       | -0,3   | -0,3 | 0,0  |
| Productividad del trabajo   | 0,3           | 0,6                         | 1,0                         | 1,0                         | 0,6                        | 1,0                       | 1,1                       | 0,0  | 0,0  | -0,1 |
| Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)                                   | -2,4          | -2,1                        | -1,8                        | -1,5                        | -2,3                       | -1,9                      | -1,5                      | 0,2  | 0,1  | 0,1  |
| Saldo presupuestario estructural (% del PIB) <sup>8)</sup>  | -1,8          | -1,7                        | -1,7                        | -1,4                        | -1,8                       | -1,7                      | -1,7                      | 0,1  | 0,1  | 0,3  |
| Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)  | 92,0          | 91,5                        | 90,2                        | 88,4                        | 91,4                       | 89,8                      | 87,9                      | 0,1  | 0,4  | 0,6  |
| Balanza por cuenta corriente (% del PIB)  | 2,2           | 2,1                         | 2,0                         | 2,0                         | 2,7                        | 2,5                       | 2,4                       | -0,6   | -0,4 | -0,4 |

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Lituania, excepto el dato del IACP en 2014. Las tasas medias de variación anuales del IACP en 2015 se basan en una composición de la zona del euro en 2014 que ya incluye a Lituania.

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. 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.

5) Los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema para el crecimiento del PIB real en 2015, 2016 y 2017 se han corregido puesto que este documento se publicó inicialmente el 3 de junio de 2015.

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

7) 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 IACP.

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



**Los márgenes de beneficio aumentarán a medida que la recuperación continúe.** Tras un período de debilidad en los últimos años, los márgenes de beneficio volverán a recuperarse durante el horizonte temporal contemplado a medida que la productividad y la actividad económica se refuercen, respaldando la capacidad de fijación de los precios de las empresas. Sin embargo, se espera que las reformas de los mercados de productos aplicadas durante la crisis sigan frenando el crecimiento de los márgenes durante la recuperación. El aumento de la competencia en los mercados de productos mundiales y nacionales podría asimismo retrasar u obstaculizar el repunte cíclico de los márgenes en comparación con las regularidades históricas.

**En comparación con las proyecciones publicadas en marzo, la proyección de inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para 2015, y se ha mantenido prácticamente sin cambios para 2016 y 2017.** La revisión al alza para 2015 refleja efectos al alza de la reciente subida de los precios del petróleo denominados en euros en comparación con las proyecciones anteriores.

#### 4. PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

**La orientación de la política fiscal, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, no tendrá prácticamente influencia durante el horizonte temporal contemplado.** Esto refleja el moderado crecimiento del gasto público en relación con la tendencia de crecimiento del PIB nominal, que se supone se verá compensado en gran medida por las rebajas impositivas en algunos países. El impacto positivo de los estabilizadores fiscales automáticos sobre la demanda interna disminuirá con el paso del tiempo, a medida que la economía se recupere<sup>2</sup>.

**Las ratios de déficit público y de deuda se reducirán durante el horizonte temporal de las proyecciones.** El descenso del déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se debe íntegramente a la mejora cíclica de la economía de la zona del euro y al descenso del gasto por intereses. En contraste, el saldo primario estructural se mantendrá prácticamente inalterado durante el horizonte temporal contemplado, como reflejo de la orientación básicamente neutral de las políticas fiscales. La ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB habría alcanzado su máximo en 2014 y comenzará a descender durante el horizonte temporal de las proyecciones respaldada por la mejora del saldo presupuestario, el fortalecimiento del crecimiento de la economía y los bajos tipos de interés.

**En comparación con las proyecciones de marzo, la trayectoria del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas es ligeramente más favorable, mientras que las perspectivas para la deuda han empeorado en alguna medida.** La pequeña mejora del saldo de las Administraciones Públicas se debe principalmente a un nuevo descenso de los costes del endeudamiento público. Las perspectivas para la ratio de deuda se han revisado al alza, debido fundamentalmente al efecto denominador del descenso del PIB nominal.

#### Recuadro 3

##### 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 dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a los precios del petróleo y los tipos de cambio y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

<sup>2</sup> Los supuestos relativos a la política fiscal reflejan la información incluida en las leyes presupuestarias para 2015 así como en los planes presupuestarios nacionales a medio plazo y las actualizaciones de los programas de estabilidad disponibles a 20 de mayo de 2015. Se incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

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

**Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran un incremento algo mayor de esos precios en 2017.** Los supuestos técnicos prevén un aumento de los precios del petróleo durante el horizonte temporal considerado (véase recuadro 2). Esta trayectoria es congruente con una recuperación de la demanda de petróleo mundial a medida que la economía mundial cobre impulso y con un ligero descenso de la oferta de petróleo debido a la insuficiente inversión y a pérdidas de capacidad de producción en algunos países productores de petróleo. Los expertos del Eurosistema utilizan una gama de modelos alternativos para realizar las proyecciones de los precios del petróleo durante el horizonte considerado. Estos modelos incluyen i) un modelo basado en los futuros «ajustado por riesgo» —modelo estadístico que corrige el error de previsión de los futuros ajustando una prima de riesgo que varía con el tiempo asociada a la actividad económica en Estados Unidos—; ii) un modelo VAR bayesiano (BVAR) —modelo empírico basado en datos de variables fundamentales del petróleo (producción y existencias) y de la actividad mundial—; y iii) un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE) —modelo teórico que recoge la evolución a largo plazo en los mercados de petróleo—<sup>1</sup>. Una media ponderada con igual peso de las proyecciones de los precios del petróleo obtenida de estos tres modelos y de los precios del petróleo derivados de los mercados de futuros, implícitos en el escenario de referencia, sugiere actualmente que los precios del petróleo en 2015 y 2016 serán ligeramente inferiores a los contemplados en dicho escenario. Sin embargo, para 2017, esta combinación de modelos muestra una subida algo más acusada de los precios del petróleo, que es coherente con las pérdidas en la capacidad de producción de petróleo de algunos países. El impacto de esta trayectoria alternativa sobre el crecimiento del PIB real y la inflación en 2015 y 2016 es muy limitado, mientras que en 2017 el crecimiento es marginalmente inferior y la inflación medida por el IAPC ligeramente superior (+0,1 puntos porcentuales).

## 2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

**Las expectativas de orientaciones de política monetaria divergentes en la zona del euro y Estados Unidos podrían dar lugar a una nueva depreciación del euro.** Un escenario de este tipo implicaría un período prolongado de tipos de interés bajos en la zona del euro y una normalización al alza más rápida de la política monetaria en Estados Unidos. Una trayectoria alternativa del euro, que reflejaría una depreciación más intensa, se ha derivado del percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el euro y el dólar a 12 de mayo de 2015. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,03 en 2017, que es un 8,2 % 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 son reflejo de las variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Esto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia de hasta un 4,3 % por debajo del escenario de referencia en 2017. En este escenario, los resultados de varios modelos macroeconómicos de los expertos del BCE apuntan a un aumento del crecimiento del PIB real, de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales, y a un incremento de la inflación medida por el IAPC, de entre 0,1 y 0,4 puntos porcentuales, en 2015, 2016 y 2017.

<sup>1</sup> Véanse más detalles en Manescu, C. y Van Robays, I., «Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance», *Working Paper Series*, n.º. 1735, BCE, 2014.

### 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 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 están próximas a las proyecciones de junio de los expertos del Eurosistema y claramente dentro de los intervalos en torno a estas proyecciones (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 anuales)

|  | Fecha de publicación | Crecimiento del PIB            |                                |                                | Inflación medida por el IAPC |                  |                  |
|--|----------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------------|------------------|------------------|
|  |                      | 2015                           | 2016                           | 2017                           | 2015                         | 2016             | 2017             |
| Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema | Junio de 2015        | 1,5<br>[1,2-1,8] <sup>1)</sup> | 1,9<br>[0,8-3,0] <sup>1)</sup> | 2,0<br>[0,7-3,3] <sup>1)</sup> | 0,3<br>[0,2-0,4]             | 1,5<br>[0,9-2,1] | 1,8<br>[1,0-2,6] |
| Comisión Europea   | Mayo 2015            | 1,5                            | 1,9                            | -                              | 0,1                          | 1,5              | -                |
| Barómetro de la Zona del Euro                            | Mayo 2015            | 1,5                            | 1,9                            | 1,6                            | 0,1                          | 1,2              | 1,6              |
| Consensus Economics Forecasts                            | Mayo 2015            | 1,5                            | 1,8                            | 1,6                            | 0,1                          | 1,2              | 1,5              |
| Encuesta a expertos en previsión económica               | Mayo 2015            | 1,4                            | 1,7                            | 1,8                            | 0,1                          | 1,2              | 1,6              |
| FMI  | Abril 2015           | 1,5                            | 1,6                            | -                              | 0,1                          | 1,0              | -                |

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2015; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: 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.

1) Los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema para el crecimiento del PIB real en 2015, 2016 y 2017 se han corregido puesto que este documento se publicó inicialmente el 3 de junio de 2015.

© Banco Central Europeo, 2015

Dirección: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Alemania

Dirección postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

<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.