



Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017¹

De acuerdo con las proyecciones, la expansión económica de la zona del euro continuará durante el horizonte temporal considerado con tasas de crecimiento bastante superiores a su potencial. Se espera que la tasa de crecimiento del PIB real, tras el máximo posterior a la crisis del 2,2 % registrado en 2017, se sitúe en promedio, en torno al 1,8 % en 2018 y 2019. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria, los progresos realizados en el desapalancamiento de todos los sectores y la continuación de la mejora del mercado de trabajo sostendrán la demanda interna. Al mismo tiempo, a pesar de la reciente apreciación del euro, la recuperación mundial respaldará las exportaciones de la zona del euro.

Se espera que la inflación descienda a corto plazo, principalmente, como consecuencia de efectos de base del componente energético, y que vuelva a subir hasta el 1,5 % en 2019. Se estima que, aunque frenada por la reciente apreciación del tipo de cambio del euro, la inflación subyacente aumentará de forma gradual con el tiempo, tras la absorción esperada de la capacidad productiva no utilizada.

1 Economía real

La información favorable de los indicadores de sentimiento económico sugiere que la recuperación de la economía seguirá siendo sólida. El PIB real creció un 0,6 % en el segundo trimestre de 2017, impulsado por la fuerte contribución de la demanda interna. La situación de los mercados de trabajo ha seguido mejorando en los últimos meses, con un descenso de las tasas de desempleo más rápido de lo esperado. Dado que se espera que el ritmo de crecimiento de las exportaciones se normalice en cierta medida tras las elevadas

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE o del Eurosistema no son aprobadas por el Consejo de Gobierno ni representan necesariamente sus puntos de vista sobre las perspectivas para la zona del euro. En la publicación titulada *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (BCE, julio de 2016), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos, como los relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio, fue el 14 de agosto de 2017 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 21 de agosto de 2017, con la excepción de las cuentas trimestrales nacionales de España publicadas el 24 de agosto, que también han sido incluidas. El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2017-2019. 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. La versión electrónica de los cuadros y gráficos aquí presentados puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

tasas registradas en los primeros meses de 2017, el crecimiento del PIB real debería moderarse ligeramente a corto plazo, aunque manteniéndose bastante por encima de su potencial, en consonancia con los elevados niveles de la confianza empresarial y de los consumidores.

A medio plazo, la demanda interna, sostenida por las favorables condiciones de financiación y la mejora de los mercados de trabajo, seguirá respaldando las perspectivas de crecimiento. A más largo plazo, diversos factores favorables seguirán apoyando el gasto en inversión y consumo privados durante el horizonte temporal de las proyecciones. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía, y las expectativas de mercado sobre los tipos de interés futuros, reflejadas en los supuestos técnicos de este ejercicio de proyección, continúan en niveles bajos durante todo el período. El crédito al sector privado sigue expandiéndose, estimulado por los bajos tipos de interés y las favorables condiciones de financiación bancarias. El consumo privado debería beneficiarse de la mejora actual de las condiciones del mercado de trabajo. La inversión empresarial seguirá recuperándose, como reflejo, en parte, de un fortalecimiento de los indicadores de márgenes en el contexto de un descenso de las necesidades de desapalancamiento y de un aumento de las presiones de la demanda. La inversión residencial se verá beneficiada por las favorables perspectivas de los ingresos y de las condiciones de financiación, así como por los bajos rendimientos de otras inversiones. Factores favorables externos deberían respaldar asimismo el crecimiento, con el repunte de la actividad económica mundial y una mejora correspondiente de la demanda externa de la zona del euro.

Gráfico 1

Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

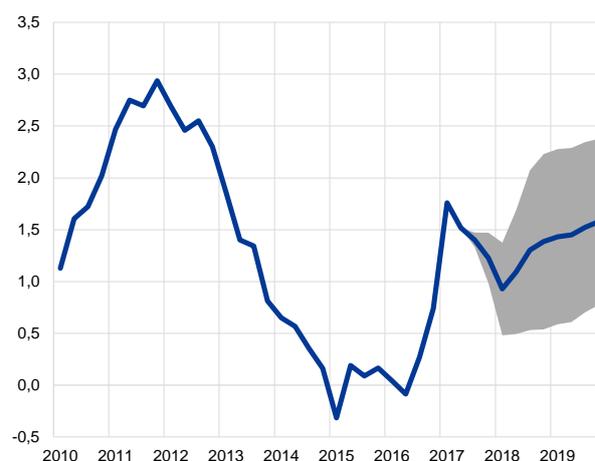
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



1) Los intervalos en torno a las proyecciones 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 espera que el consumo privado siga siendo fuerte durante el horizonte de proyección. Los últimos indicadores de confianza de los consumidores, que se mantienen muy por encima de su nivel medio de largo plazo, indican una fortaleza del gasto en consumo a corto plazo, respaldado también por la mejora actual de la situación del mercado de trabajo. A medio plazo, el consumo privado seguirá aumentando en línea con el crecimiento de la renta real disponible.

Se prevé un repunte del crecimiento de la renta nominal disponible durante el horizonte temporal considerado, aunque es probable que una subida de la inflación contenga el aumento del poder adquisitivo real de los hogares. La contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible se mantendrá relativamente estable durante el horizonte de proyección, debido a que el descenso del crecimiento del empleo se verá compensado en gran parte por un aumento de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado. El crecimiento de otras rentas personales será favorable, como reflejo de la evolución positiva de los beneficios y las rentas de la propiedad. Si bien el crecimiento de la renta real disponible se ha moderado recientemente, se espera que se refuerce y que siga siendo vigoroso durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones.

La mejora de las condiciones de financiación bancaria, reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE y los avances observados en el desapalancamiento, debería respaldar asimismo el crecimiento del consumo privado. Aunque han afectado a los ingresos por intereses y a los pagos por intereses de los hogares, los bajos tipos de interés tienden a redistribuir los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Dada la propensión marginal al consumo típicamente mayor de estos últimos, esta redistribución debería apoyar adicionalmente el consumo privado agregado. Asimismo, los avances observados en el desapalancamiento también deberían respaldar el consumo.

Se prevé que la tasa de ahorro de los hogares se mantendrá en general estable durante el horizonte de proyección. Esta estabilidad generalizada de las tasas de ahorro a nivel de la zona del euro oculta factores de signo opuesto. Las presiones a la baja proceden del descenso del desempleo (que implica una disminución del ahorro por motivos de precaución), la mejora de las condiciones crediticias y los bajos tipos de interés, mientras que las presiones al alza resultan de la necesidad que aún subsiste de reducir el endeudamiento bruto y de la suavización del consumo en el contexto de la recuperación cíclica.

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 junio de 2017, los supuestos técnicos incluyen una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo del euro y unos tipos de interés ligeramente inferiores. 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 14 de agosto de 2017, fecha límite de recepción 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 -0,3 % en 2017, del -0,3 % en 2018 y del -0,1 % en 2019. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,1 % en 2017, del 1,3 % en 2018 y del 1,6 % en 2019². En comparación con las proyecciones de junio de 2017, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto y a largo plazo se han revisado a la baja entre 10 y 20 puntos básicos.

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 14 de agosto, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent aumentará desde 44,0 dólares en 2016 hasta 51,8 dólares en 2017, 52,6 dólares en 2018 y 53,1 dólares en 2019. En comparación con las proyecciones de junio de 2017, esta trayectoria representa un incremento de los precios del petróleo en dólares del 0,5 % en 2017, el 2,3 % en 2018 y del 3,0 % en 2019. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares aumentarán notablemente en 2017 y algo más moderadamente en años posteriores³.

Los tipos de cambio bilaterales considerados en los supuestos permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 14 de agosto, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,13 dólares por euro en 2017 y de 1,18 dólares por euro en 2018 y 2019, frente a los 1,09 dólares de las proyecciones de junio de 2017. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) es un 2,1 % más alto en 2017 y aproximadamente un 4,4 % más alto en 2018 y 2019, que el incluido en los supuestos de junio de 2017.

Supuestos técnicos

	Septiembre 2017				Junio 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Precio del petróleo (en USD por barril)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

² El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media 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 de proyección. Los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantendrán constantes durante el período considerado.

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 proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2018 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Se espera que la recuperación de la inversión residencial siga adelante. La inversión residencial ha experimentado un importante repunte en muchos países de la zona del euro en los últimos trimestres. Esta evolución se ha visto reforzada por las favorables condiciones de financiación, la redistribución de las tenencias de cartera hacia la inversión residencial en el contexto de bajos rendimientos de otras oportunidades de inversión a largo plazo y la mejora en curso de los mercados de trabajo. Por otra parte, parece que el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda ha finalizado en la mayoría de los países de la zona del euro. Siguen dándose las condiciones fundamentales para que la recuperación de la inversión residencial continúe durante el horizonte temporal de las proyecciones. No obstante, se prevé que pierda algo de impulso, reflejando la fase madura del ciclo de la vivienda y la desaparición del impacto de los incentivos en algunos países, las necesidades de desapalancamiento que siguen existiendo en otros países y tendencias demográficas adversas.

La inversión empresarial continuará recuperándose en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. Diversos factores apoyarán esta recuperación: la confianza de las empresas sigue siendo elevada debido a las muy favorables expectativas de producción y de las carteras de pedidos; la utilización de la capacidad productiva ha seguido aumentando situándose por encima de los niveles medios anteriores a la crisis; se espera que las condiciones de financiación sigan siendo muy favorables durante el horizonte de proyección; existe la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión; y se espera que los indicadores de márgenes se fortalezcan en el contexto de abundancia de efectivo en el sector de las sociedades no financieras. Por otra parte, la ratio de apalancamiento del sector de las sociedades no financieras ha descendido en el contexto de subidas de los precios de los activos y de un crecimiento moderado de la financiación de la deuda en los distintos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, algunos factores, como las expectativas de un crecimiento más débil del producto potencial y las limitaciones de la capacidad de intermediación de los bancos en algunos países, seguirán afectando negativamente a las perspectivas de inversión empresarial.

Recuadro 2

Entorno internacional

La economía mundial sigue mostrando un ritmo sólido de expansión. Tras una pérdida de impulso temporal en los primeros meses del año, los datos disponibles y los resultados de las encuestas indican que el crecimiento del PIB real mundial repuntó en el segundo trimestre. Los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores sugieren que el clima económico sigue siendo optimista. A pesar del aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo observado las últimas semanas, las condiciones de financiación en las economías avanzadas siguen siendo favorables, respaldadas por políticas monetarias acomodaticias. Los mercados financieros de las economías emergentes mantienen su fortaleza y los flujos de capital hacia estas economías son sustanciales. A más largo plazo, se espera una aceleración moderada de la actividad mundial. Las perspectivas para las economías avanzadas indican una recuperación cíclica continuada a medida que sus brechas de producción se cierran gradualmente. La mejora de la actividad se ve respaldada por las políticas monetarias y fiscales, si bien las expectativas de

estímulo fiscal en Estados Unidos se han revisado a la baja tras un cambio en el debate político. En las economías emergentes, el crecimiento seguirá siendo sólido en los países importadores de materias primas como India y China, mientras que en los exportadores de materias primas la actividad debería comenzar a remontar tras recesiones profundas. Se prevé que la actividad mundial (excluida la zona del euro) aumente en un 3,7 % en 2017 y un 3,8 % en 2018 y 2019. La recuperación de la actividad desde 2016 refleja en gran parte el alivio progresivo de las profundas recesiones de las economías exportadoras de materias primas. En comparación con las proyecciones de junio de 2017, el crecimiento del PIB real mundial se ha mantenido prácticamente sin variación, y las revisiones a la baja para Estados Unidos (tras las revisiones de los supuestos sobre el estímulo fiscal futuro) se han compensado con unas expectativas de mayor fortaleza de las economías emergentes.

Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Septiembre 2017				Junio 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,2	3,7	3,8	3,8	3,2	3,5	3,8	3,8
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	1,1	5,3	3,8	3,8	0,9	4,4	3,8	3,9
Demanda externa de la zona del euro ²⁾	1,6	4,7	3,4	3,5	1,3	3,7	3,4	3,5

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.

El crecimiento del comercio mundial experimentó un alza inesperada en los primeros meses de 2017. De cara al futuro, se espera una expansión del comercio mundial en línea con la actividad mundial a medio plazo. La demanda exterior de la zona del euro, se incrementará en un 4,7 % en 2017, un 3,4 % en 2018 y un 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de junio de 2017, la demanda exterior de la zona del euro ha sido revisada al alza en 1,1 puntos porcentuales en 2017, debido fundamentalmente a una mejora de los datos del primer trimestre.

Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro descenderán debido a pérdidas competitivas derivadas de la reciente apreciación del euro.

Las exportaciones a países de fuera de la zona del euro, respaldadas por el auge de la demanda externa y la depreciación del euro en el segundo semestre de 2016 y principios de 2017, experimentaron un fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2017. A más largo plazo, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuarán creciendo a un ritmo vigoroso durante el horizonte temporal considerado, debido a la fortaleza de la demanda externa tanto de los países avanzados como de las economías emergentes. Con todo, se espera que estas exportaciones se vean afectadas negativamente como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio del euro durante el horizonte temporal analizado, lo que se traducirá en una revisión a la baja de la evolución de las cuotas de mercado de las exportaciones que actualmente se prevé que desciendan en 1,1 puntos porcentuales durante el horizonte de las proyecciones. En contraste con las exportaciones, se espera que las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro se beneficien de una evolución algo más positiva de la demanda

interna y de la apreciación del tipo de cambio del euro, reduciendo con ello en cierta medida la contribución del comercio exterior neto al crecimiento económico.

En un entorno de crecimiento potencial moderado, se espera que la capacidad productiva no utilizada que sigue existiendo en la economía se absorba durante el horizonte temporal de las proyecciones. En contraste con el relativo dinamismo del actual del crecimiento del PIB real, se estima que el producto potencial aumentará hasta un nivel ligeramente superior al 1 % durante el horizonte temporal considerado. La debilidad del ritmo de crecimiento del producto potencial obedece principalmente a una contribución muy reducida del capital tras un período prolongado de inversión históricamente baja. La contribución del trabajo al producto potencial seguirá siendo positiva, debido principalmente al aumento de la tasa de actividad como resultado de anteriores reformas estructurales. Con todo, la contribución del trabajo seguirá siendo algo inferior a su media anterior a la crisis como consecuencia de la reducción progresiva de la contribución de la población en edad de trabajar. Se espera que la contribución de la productividad total de los factores sea ligeramente inferior a su nivel anterior a la crisis.

La mejora actual de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro continuará durante el período analizado. El número de personas empleadas aumentó en un 0,4 % en el primer trimestre de 2017 y se estima que ha crecido a un ritmo similar en el segundo trimestre del año. El reciente dinamismo del crecimiento del empleo ha sido generalizado en los distintos países, aunque cabe atribuirse en parte a factores favorables de naturaleza temporal (como las medidas de estímulo fiscal aplicadas en algunos países de la zona del euro). Dado que se espera que el impacto de estos factores desaparezca de forma gradual, se proyecta que el crecimiento del empleo pierda cierto impulso, a consecuencia, asimismo, de la escasez de oferta de mano de obra cualificada.

Como reflejo de su patrón cíclico, el crecimiento de la productividad cobrará dinamismo a medio plazo. El aumento de la utilización del capital y el trabajo, en el contexto de reducción de la capacidad productiva no utilizada, un incremento del número de horas trabajadas por persona ocupada y ciertas mejoras de la productividad total de los factores apuntan a un fortalecimiento sostenido del crecimiento de la productividad.

Se espera que la tasa de desempleo siga reduciéndose. La tasa de desempleo descendió hasta el 9,2 % en el segundo trimestre de 2017, el nivel más bajo observado desde marzo de 2009. A más largo plazo, se proyecta que el número de desempleados siga bajando sustancialmente. Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 8,1 % en 2019, pero que siga siendo superior a su nivel anterior a la crisis (7,5 % en 2007).

En comparación con las proyecciones de junio de 2017, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza para 2017 y posteriormente se mantiene prácticamente sin cambios. Esta corrección al alza para 2017 obedece principalmente a la reciente mejora inesperada de los datos del PIB. En términos más generales, el mayor dinamismo de la demanda interna, acorde con el aumento de la confianza empresarial y de los consumidores y con la bajada de los tipos de

interés, se ve compensado en gran parte con el impacto negativo sobre las exportaciones derivado de una pérdida de competitividad de los precios debida a la reciente apreciación del euro.

2 Precios y costes

Se espera que la inflación medida por el IAPC evolucione en forma de V durante el horizonte temporal analizado, ya que los efectos de base relacionados con la inflación de la energía presionarán la inflación a la baja a corto plazo, antes de dar paso a una recuperación gradual de la inflación subyacente.

La inflación general medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 1,5 % en 2017, descenderá hasta el 1,2 % en 2018 y aumentará hasta el 1,5 % en 2019. Los efectos de base apuntan a una disminución sustancial de la contribución del componente energético del IAPC a la inflación general entre 2017 y 2018.

Aunque moderado, el aumento de los precios del petróleo asumido durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones, implícito en la curva de los futuros sobre los precios del petróleo, es compatible con cierto repunte en dicho componente energético del IAPC en 2019. Se estima que la reciente recuperación del componente de los alimentos del IAPC se mantendrá durante el horizonte de proyección, lo que se debe, entre otros factores, al crecimiento ligeramente más intenso de los precios de las materias primas alimenticias incluido en los supuestos. Se espera que la continuación de la recuperación económica impulsará gradualmente la inflación medida por el IAPC excluida la energía y los alimentos durante el horizonte de proyección. Un factor clave de este fortalecimiento será la subida esperada de los costes laborales a medida que se reduce la capacidad no utilizada en los mercados de trabajo.

Se considera que la mejora de las condiciones del mercado de trabajo será el principal determinante del aumento de las presiones internas de costes en los próximos años. Se proyecta que la remuneración por asalariado se incrementará desde el 1,5 % en 2017 hasta el 2,3 % en 2019. Dado el repunte cíclico previsto en el crecimiento de la productividad, se espera que los costes laborales unitarios experimenten un aumento algo más suave, pasando del 0,8 % en 2017 al 1,4 % en 2019. La menor holgura en el mercado de trabajo de la zona del euro y la creciente escasez de mano de obra en algunas partes de la zona se consideran factores importantes de esta recuperación del crecimiento de los salarios. Asimismo, cabe esperar que el notable repunte reciente de la inflación se traduzca también con el tiempo en incrementos más elevados de los salarios nominales en países de la zona del euro cuyos procesos de formación de los salarios incluyen componentes de expectativas o de indiciación basados en la evolución pasada de los precios. Por otra parte, algunos factores que actualmente frenan el crecimiento de los salarios deberían desaparecer gradualmente. Estos incluyen la necesidad de moderación salarial en algunos países para recuperar competitividad de precios y la deflación salarial embalsada debido a las notables rigideces a la baja de los salarios nominales durante la crisis. También se espera que dejen de aplicarse medidas para reducir las cotizaciones sociales.

Se prevé que los márgenes de beneficios crezcan durante el horizonte de proyección. El encarecimiento de los precios del petróleo y su impacto sobre los costes de los bienes intermedios y, más generalmente, sobre la relación de intercambio lastró los márgenes de beneficio a comienzos de 2017. A medida que estos efectos moderadores desaparezcan, se espera que los márgenes se beneficien de la continuación de la recuperación económica, si bien con ciertas limitaciones debido al progresivo aumento de los costes laborales unitarios durante el horizonte de proyección.

Las presiones externas sobre los precios se han reforzado notablemente en los últimos trimestres y se prevé que mantengan cierto impulso al alza durante el horizonte temporal considerado. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de variación anual de los precios de las importaciones se volverá positiva en 2017, tras mantenerse cuatro años en una senda descendente. Este cambio de signo en 2017 es debido principalmente a la recuperación de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas desde 2016. La posterior suavización estimada de las tasas de variación de los precios refleja tanto la moderación de la evolución de los precios de las materias primas como el impacto bajista de la reciente apreciación del euro. De forma más general, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes a escala mundial se refuercen gradualmente durante el horizonte de proyección al tiempo que los costes de producción mundiales aumentan en consonancia con el descenso de la capacidad productiva global no utilizada. No obstante, dado el nivel aún elevado de capacidad productiva sin utilizar en todo el mundo y las presiones competitivas mundiales, no se espera que esto ejerza presiones sustanciales al alza sobre los precios de importación de la zona del euro.

En comparación con las proyecciones de junio de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja. La apreciación del tipo de cambio del euro desde las anteriores proyecciones ejerce una presión bajista sobre la inflación medida por el IAPC. En el caso de la inflación subyacente, dicha presión bajista se ve contrarrestada en parte por la mejora de las perspectivas para la demanda interna en la zona del euro (véase el recuadro 3).

Recuadro 3

Evaluación del impacto de la reciente apreciación del euro sobre las perspectivas de inflación en la zona del euro

El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro se ha apreciado durante los últimos meses, y la media del período de diez días anterior a la fecha de cierre de los datos para las presentes proyecciones (14 de agosto de 2017) se situó un 4,4 % por encima del nivel incluido en los supuestos de junio de 2017. En este recuadro se examinan los factores que han de tomarse en cuenta al valorar el impacto de la reciente apreciación del euro sobre las perspectivas para la inflación de la zona del euro.

Aunque sujetas a considerable heterogeneidad, las elasticidades de los modelos estándar sugieren por lo general que una perturbación del tipo de cambio de la magnitud observada

en los últimos meses tendría un impacto evidente en las perspectivas de inflación de la zona del euro⁴. Pero estas elasticidades de modelo solo son válidas para el caso de perturbaciones exógenas del tipo de cambio. En cambio, es probable que el desencadenante de la reciente apreciación haya sido, en gran medida, la mejora adicional de las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro, reflejo a su vez de las mejores perspectivas de la demanda interna, y esto debería tenerse en cuenta a la hora de evaluar el impacto de la reciente apreciación del euro sobre las perspectivas de inflación.

En las proyecciones de septiembre de 2017, el impacto global de la apreciación sobre la inflación se considera que es notablemente más moderado de lo sugerido por las elasticidades de los modelos estándar, que se refieren con carácter general a una perturbación exógena del tipo de cambio. Los recientes estudios empíricos han reconocido la endogeneidad de los movimientos de los tipos de cambio, y han ilustrado cómo el impacto de los movimientos de los tipos de cambio sobre la inflación está vinculado a cuál haya sido la perturbación causante de los mismos⁵. Dicho de otro modo, la respuesta de los precios a una variación en el tipo de cambio puede variar dependiendo de la naturaleza subyacente de la perturbación o perturbaciones que provocaron en origen el movimiento de los tipos de cambio, ya que ello puede reflejar diferentes canales de transmisión. En el supuesto de que una apreciación haya estado íntegramente provocada por una perturbación favorable de demanda, las estimaciones empíricas sugieren incluso presiones alcistas sobre los precios, a través de una mejora de las perspectivas de la demanda interna. Como las expectativas más favorables de crecimiento económico —reflejo de la mejora de las perspectivas para la demanda interna— están en la base de la reciente apreciación del euro, los efectos moderadores de la inflación que pudieran derivarse de la apreciación deberían ser notablemente más bajos que en caso de una perturbación del tipo de cambio puramente exógena, cuyo impacto es capturado por las elasticidades de los modelos estándar.

3 Perspectivas de las finanzas públicas

La orientación de la política fiscal no tendrá prácticamente influencia durante el horizonte temporal contemplado. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. La orientación en 2017 se ve afectada por un repunte de la inversión pública tras el bajo nivel de 2016 y un pago único realizado en Alemania a los productores de energía nuclear (aproximadamente el 0,2 % del PIB de ese país)⁶. La orientación prácticamente neutra refleja efectos compensatorios tanto en el lado del gasto como de los ingresos.

⁴ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «La transmisión del tipo de cambio a la inflación de la zona del euro», *Boletín Económico*, nº 7, BCE, 2016.

⁵ Véase, por ejemplo, Shambaugh, J., «A new look at pass-through», *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, Issue 4, pp. 560-591, junio 2008; Forbes, K., Hjortsoe, I. y Nenova, T., «The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through», *Discussion Paper*, No 43, Bank of England, External MPC Unit, November 2015; y Ciccarelli, M. y Osbat, C., «Low inflation in the euro area: Causes and consequences», *Occasional Paper Series*, nº 181, BCE, enero 2017.

⁶ Esto siguió un fallo del Tribunal Constitucional que declaró inconstitucional el impuesto sobre el combustible para aviones introducido para el período 2011-2016.

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. Esta proyección prevé una reducción gradual del déficit de las Administraciones Públicas a lo largo del período, determinada fundamentalmente por una mejora del componente cíclico y por un descenso de los pagos de intereses. Se prevé que el saldo primario ajustado de ciclo se mantenga, en líneas generales, sin variaciones. La ratio de deuda en relación con el PIB también se mantendrá en una senda descendente durante el horizonte de proyección, respaldada por la mejora del saldo primario y por un diferencial favorable entre el crecimiento y los tipos de interés⁷.

En comparación con las proyecciones de junio de 2017, las perspectivas para el déficit presupuestario prácticamente no han variado, mientras que la ratio de deuda ha descendido ligeramente, principalmente como reflejo de un diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés más favorable.

⁷ El diferencial se calcula como la diferencia entre el tipo de interés nominal efectivo de la deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación interanual)

	Septiembre 2017				Junio 2017			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
PIB real	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1 - 2,3] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[1,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,8] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumo privado	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Consumo público	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Exportaciones ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Importaciones ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Empleo	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Tasa de desempleo (% de la población activa)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
IAPC	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾		[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾
IAPC excluida la energía	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
IAPC excluidos la energía y los alimentos	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Costes laborales unitarios	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Remuneración por asalariado	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Productividad del trabajo	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

1) El PIB real y sus componentes se basan en 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, véanse *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 4

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 los 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 durante el horizonte de proyección a un ritmo mayor de lo que sugieren los futuros.

Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo en que se basan las proyecciones de referencia, elaborados a partir de información de los mercados de futuros, prevén un perfil ligeramente ascendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en torno a 53 dólares estadounidenses a finales de 2019. Esta trayectoria implícita en el precio de los futuros del petróleo es coherente con un crecimiento moderado de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado al afianzamiento de la recuperación económica mundial. En lo que se refiere a factores de oferta, la reciente prolongación del acuerdo de la OPEP y los principales países productores no pertenecientes a esta organización no ha dado lugar a un desplazamiento al alza significativo de la curva de futuros del petróleo, probablemente debido al todavía elevado —aunque en descenso— nivel de reservas y a las preocupaciones por que algunos de los principales productores puedan desviarse del acuerdo. Por otra parte, el notable aumento de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos ha compensado en parte los recortes de los productores convencionales. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del Eurosistema⁸ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugiere actualmente una trayectoria de dichos precios ligeramente más dinámica que la contemplada en los supuestos técnicos. Dicha trayectoria sería coherente con nuevas perturbaciones inesperadas de la oferta a corto y a medio plazo, lo que podría traducirse en un ajuste más rápido del equilibrio entre la oferta y la demanda y, en consecuencia, en una subida de los precios del petróleo. La materialización de una trayectoria alternativa en la que los precios del petróleo se encarecieran un 3,8 % respecto al escenario de referencia para 2019, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC (de 0,1 puntos porcentuales en 2019).

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad investiga, a efectos ilustrativos, el impacto mecánico de una trayectoria del tipo de cambio del euro más fuerte que en el escenario de referencia. A efectos ilustrativos, una trayectoria alternativa del tipo de cambio del euro se basa en el percentil 75 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 14 de agosto de 2017. Esta trayectoria implica una apreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,31 en 2019, que es aproximadamente un 11 % superior 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 dólar y el euro se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Esto se traduce en una divergencia gradual al alza del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia, hasta un 6 % por encima del escenario de referencia para 2019. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por

⁸ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «*Forecasting the price of oil*», Boletín Económico, nº. 4, BCE, 2015.

expertos apunta a una disminución del crecimiento del PIB real, de 0,3 puntos porcentuales en 2018 y 2019, y a una reducción de la inflación medida por el IAPC, de 0,4 y 0,5 puntos porcentuales, en 2018 y 2019, respectivamente. Debe tenerse en cuenta que estos impactos estimados en el crecimiento y la inflación solo se darían en el caso de una perturbación del tipo de cambio puramente exógena (véase el Recuadro 3).

Recuadro 5

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 BCE, ya que las fechas de cierre de cada una de ellas no coinciden. Por otra parte, difieren en 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, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC se sitúan, en términos generales, dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE (que figuran entre corchetes).

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

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Proyecciones de los expertos del BCE	Septiembre 2017	2,2 [2,1-2,3]	1,8 [1,0-2,6]	1,7 [0,6-2,8]	1,5 [1,4-1,6]	1,2 [0,6-1,8]	1,5 [0,7-2,3]
Comisión Europea	Mayo 2017	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OCDE	Junio 2017	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Barómetro de la Zona del Euro	Agosto 2017	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2017	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Julio 2017	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
FMI	Julio 2017	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Fuentes: Previsiones Económicas Europeas de primavera de 2017 de la Comisión Europea; Informe sobre las consultas del Artículo IV del FMI (IMF Article IV country report), 25 de julio de 2017; Economic Outlook de la OCDE, junio de 2017; Consensus Economics Forecasts, agosto de 2017; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, agosto de 2017; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, julio de 2017.

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 los datos están ajustados por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2017

Dirección postal: 60640 Fráncfort del Meno, 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.

ISSN 2529-4474 (pdf)
Número de catálogo UE QB-CE-17-002-ES-N (pdf)