



Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018¹

Tras un comienzo de año más débil de lo esperado, la expansión económica en la zona del euro seguirá siendo sólida y continuará a un ritmo por encima de su potencial. Como en anteriores ejercicios de proyección, el crecimiento del PIB real se ralentizará gradualmente durante el horizonte analizado, pasando del 2,1 % en 2018 al 1,7 % en 2020², a medida que algunos factores favorables vayan desapareciendo lentamente. Se espera que la inflación medida por el IAPC se sitúe en el 1,7 % en cada uno de los años del período considerado, aunque con cierta volatilidad en su perfil trimestral. La senda estable de la tasa media de inflación anual oculta un descenso de la inflación del componente energético, compensada por un alza gradual de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos conforme se acentúen las restricciones de capacidad.

1

Economía real

La desaceleración del crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2018 obedeció en parte a factores de naturaleza temporal, si bien se ha producido antes de lo anteriormente previsto. Tras cuatro trimestres consecutivos de fuerte crecimiento al 0,7 % en 2017, el crecimiento del PIB real se moderó hasta el 0,4 % en el primer trimestre de 2018. Esta desaceleración se explica en parte por algunos factores de naturaleza temporal, como unas condiciones meteorológicas adversas, huelgas en algunos países de la zona del euro y un nivel excepcionalmente elevado de bajas por enfermedad debido a un brote de gripe estacional en Alemania. Asimismo, el impacto negativo de la anterior apreciación del euro puede haber sido más fuerte de lo esperado y la escasez de mano de obra puede haberse agudizado

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. 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 los tipos de cambio, fue el 22 de mayo de 2018 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 31 de mayo de 2018.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2018-2020. 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>.

² Cifras basadas en datos ajustados por días laborables.

antes de lo previsto. Por último, esta desaceleración también refleja un retroceso desde los niveles de crecimiento muy elevados observados en 2017.

No obstante, en los próximos trimestres, el crecimiento del PIB real mantendrá su solidez, en consonancia con los niveles aún elevados de confianza empresarial y de los consumidores. Tras un acusado descenso en el primer trimestre de 2018, la confianza empresarial y de los consumidores se estabilizó en abril y mayo, manteniéndose en niveles elevados en términos históricos. Aunque algunos indicadores publicados después de la fecha límite de recepción de los datos han sido algo más débiles de lo esperado, aún están en general en línea con la senda de crecimiento proyectada.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación anual)

	Junio 2018				Marzo 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾
Consumo privado	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Consumo público	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Exportaciones ³⁾	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Importaciones ³⁾	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Empleo	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Tasa de desempleo (% de la población activa)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
IAPC	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6 - 1,8] ²⁾	[1,0 - 2,4] ²⁾	[0,9 - 2,5] ²⁾		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IAPC excluida la energía	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Costes laborales unitarios	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Remuneración por asalariado	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Productividad del trabajo	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁵⁾	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

-
- 1) El PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Los datos de Eurostat para el PIB y sus principales componentes publicados el 7 de junio de 2018 (después de la fecha límite de recepción de los datos) indican una tasa de crecimiento del PIB real ajustada por días laborables del 2,6 % en 2017.
- 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), disponible 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 al 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 los documentos *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.

A medio plazo, siguen dándose las condiciones básicas para una expansión continuada. Se espera que diversos factores favorables continúen sosteniendo la demanda interna. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía. El crecimiento del crédito al sector privado continúa aumentando, impulsado por los bajos tipos de interés y las favorables condiciones de financiación bancaria. Las menores necesidades de desapalancamiento también contribuirán al dinamismo del gasto privado. Asimismo, el consumo privado y la inversión residencial deberían beneficiarse de las buenas condiciones de los mercados de trabajo y del aumento de la riqueza neta. Al mismo tiempo, la inversión empresarial seguirá creciendo, también como reflejo de una mejora de los beneficios en el contexto de un aumento de las presiones de demanda y de una elevada utilización de la capacidad productiva. Se espera que las exportaciones de la zona del euro mantengan su vigor beneficiándose de la actual expansión de la actividad económica mundial y del consiguiente crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro.

No obstante, el crecimiento del PIB real se ralentizará gradualmente durante el horizonte de proyección, debido a la desaparición progresiva de algunos factores favorables. Se espera que el impacto de las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado se reduzca gradualmente en el período analizado. La desaceleración del crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro frenará el auge de las exportaciones. También se espera que el crecimiento del empleo se ralentice, en parte debido a una escasez de mano de obra cada vez más aguda en algunos países de la zona. Asimismo, se espera una moderación del crecimiento del consumo privado, como consecuencia de una normalización de la tasa de ahorro desde niveles reducidos en el contexto de la expansión cíclica en algunos países de la zona del euro.

Se prevé que el crecimiento de la renta real disponible cobre fuerza en 2018 y 2019 en un contexto de mayor incremento de los salarios y rebajas de los impuestos directos y se debilite en 2020. Se espera que la contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta disponible aumente notablemente en 2018, impulsada por un mayor crecimiento de los salarios, y que se debilite ligeramente durante el resto del período, debido a que los nuevos incrementos en los salarios nominales no podrán compensar completamente el impacto de la desaceleración en el empleo. Se proyecta un repunte marginal de otras rentas personales, en consonancia con el aumento de los beneficios. La contribución de las transferencias fiscales netas será menos negativa en 2018 y 2019 en el contexto de las rebajas de las cotizaciones a la seguridad social y de los impuestos directos, antes de volver a

ser más restrictiva en 2020. En general, se espera que la composición del crecimiento de la renta real disponible sea menos favorable al gasto de los hogares, ya que el consumo suele reaccionar en mayor medida a las rentas adicionales relacionadas con el aumento del empleo que a las variaciones de los salarios reales.

El consumo privado seguirá siendo un factor clave del crecimiento durante el horizonte de proyección.

Los favorables niveles de confianza de los consumidores, las nuevas mejoras esperadas en los mercados de trabajo y el aumento de la remuneración real por asalariado sugieren que el crecimiento del consumo será sólido en los próximos trimestres. Sin embargo, el consumo privado crecerá algo menos que la renta real disponible durante el período considerado, ya que los hogares probablemente destinarán al ahorro una parte cada vez mayor de su renta.

Las favorables condiciones de financiación bancaria, reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE y por los progresos logrados en el desapalancamiento, deberían respaldar el crecimiento del consumo privado.

Aunque han afectado tanto a los ingresos por intereses como a los pagos por intereses de los hogares, los bajos tipos de interés tienden a favorecer a los prestatarios netos con respecto a los ahorradores netos. Dado que los primeros tienen típicamente una mayor propensión marginal al consumo, esto debería apoyar el consumo privado agregado. Asimismo, el aumento de la riqueza neta de los hogares, así como los progresos logrados en el desapalancamiento, también deberían sostener el consumo.

Se espera que la tasa de ahorro de los hogares aumente gradualmente durante el horizonte considerado desde niveles históricamente bajos.

La tasa de ahorro se ha reducido en el pasado reciente, debido principalmente a la mejora de la situación económica y financiera de los hogares, a cierta reducción de la demanda embalsada en relación con grandes compras anteriormente pospuestas y al impacto de los tipos de interés muy bajos en su propensión a ahorrar. La tasa de ahorro aumentará durante el período analizado, principalmente como resultado de una normalización en el contexto de la expansión cíclica. También se espera que los hogares incrementen su tasa de ahorro en respuesta a las rebajas de impuestos directos en algunos países.

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 de marzo de 2018, los supuestos técnicos incluyen una depreciación del tipo de cambio del euro, especialmente frente al dólar estadounidense, unos precios del petróleo en dólares más elevados y tipos de interés más bajos.

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 22 de mayo de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2018, del -0,2 % en 2019 y del 0,2 %

en 2020. 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 1,2 % en 2018, del 1,5 % en 2019 y del 1,7 % en 2020³. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto plazo se han revisado a la baja en 10 puntos básicos para 2019 y en 20 puntos básicos para 2020, mientras que las referidas a los tipos de interés a largo plazo se han corregido a la baja en aproximadamente en 15 puntos básicos para todo el horizonte de proyección.

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 22 de mayo de 2018, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent aumentará desde 54,4 dólares en 2017 hasta 74,5 dólares en 2018, y que descenderá hasta situarse en 73,5 dólares en 2019 y 68,7 dólares en 2020. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, esta trayectoria representa un incremento de los precios del petróleo en dólares del 14,6 % en 2018, del 20,2 % en 2019 y del 17,7 % en 2020. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares aumentarán notablemente en 2018 y algo más moderadamente en los años siguientes⁴.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 22 de mayo de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,20 dólares por euro en 2018 y de 1,18 dólares por euro en 2019 y 2020, frente a los 1,24 dólares de las proyecciones de marzo de 2018. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) es un 0,3 % inferior al considerado en las proyecciones de marzo de 2018.

Supuestos técnicos

	Junio 2018				Marzo 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Precio del petróleo (en USD por barril)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
Tipo de cambio USD/EUR	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

³ El supuesto relativo al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media de los rendimientos de los bonos 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 consideran constantes durante el período analizado.

⁴ 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 segundo trimestre de 2019 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Se espera que la expansión de la inversión en vivienda continúe, aunque a un ritmo más lento que el observado en los dos últimos años. El crecimiento de la inversión en vivienda se ralentizó en el segundo semestre de 2017, debido a que el sector de la construcción en algunos países de la zona del euro comenzó a experimentar limitaciones de oferta cada vez mayores, fundamentalmente escaseces de mano de obra. Siguen dándose las condiciones básicas para que la recuperación de la inversión en vivienda continúe durante el horizonte analizado. Las encuestas indican que cada vez más hogares planean adquirir o construir una vivienda en los próximos dos años, o realizar reformas. Sin embargo, pese a la intensa demanda de vivienda, se espera que la expansión se vea frenada por las crecientes limitaciones de capacidad en el sector de la construcción, por un ligero endurecimiento de las condiciones de financiación y por tendencias demográficas adversas.

La inversión empresarial seguirá recuperándose durante el horizonte de proyección, aunque a un ritmo cada vez menor. Se espera que diversos factores continúen sosteniendo la inversión empresarial: la confianza de las empresas sigue siendo muy elevada debido a las favorables expectativas de producción y a las grandes carteras de pedidos; la utilización de la capacidad productiva continúa muy por encima de su media a largo plazo y la falta de equipo se menciona cada vez más como un factor que limita la producción de manufacturas; se espera que las condiciones de financiación sigan siendo muy favorables durante el horizonte de proyección; y se prevé que los beneficios aumenten en el contexto actual de abundancia de efectivo en el sector de las sociedades no financieras. Por otra parte, la notable recuperación de las cotizaciones bursátiles en los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han situado la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras en niveles próximos a sus mínimos históricos. No obstante, el endeudamiento bruto consolidado (ratio de deuda sobre ingresos) se ha reducido mucho menos y ahora se sitúa en niveles anteriores a la crisis. La gradual pérdida de impulso de la inversión empresarial durante el horizonte de proyección refleja asimismo la desaceleración general de la demanda interna y externa.

Recuadro 2

Entorno internacional

La expansión económica mundial continúa, si bien datos recientes apuntan a una ligera moderación del impulso. El aumento de los rendimientos, la volatilidad en los mercados de renta variable y la apreciación del dólar estadounidense han contribuido a unas condiciones financieras algo más restrictivas, y a que los mercados financieros de algunas economías emergentes hayan experimentado tensiones pronunciadas en las últimas semanas. La subida de los precios del crudo ha frenado las perspectivas en las economías importadoras de petróleo. Sin embargo, las perspectivas globales a corto plazo siguen siendo fundamentalmente sólidas. Las economías avanzadas se ven favorecidas por las políticas monetarias acomodaticias, mientras que Estados Unidos, en particular, se beneficia del considerable estímulo fiscal en dicho país. La reactivación del comercio mundial ha reforzado a las economías orientadas a la exportación y el aumento de los precios de las materias primas ha apoyado a los países exportadores de materias primas. Pese a una mayor preocupación por el proteccionismo, el aumento de aranceles aplicado hasta la fecha

(sobre las importaciones de acero y aluminio estadounidenses) probablemente solo tenga efectos macroeconómicos directos menores. No obstante, es posible que la tendencia general hacia un mayor proteccionismo pese sobre la confianza de los inversores. De cara al futuro, se espera que la actividad se ralentice a medio plazo a medida que maduran los ciclos económicos de las economías avanzadas y disminuye gradualmente el respaldo de las políticas. La transición de China hacia una senda de crecimiento inferior, menos dependiente de las políticas de estímulo, probablemente afecte negativamente a las perspectivas. Por otra parte, aunque las economías exportadoras de materias primas se están recuperando, todavía afrontan la necesidad de medidas de consolidación fiscal. En general, según las proyecciones, el crecimiento de la actividad mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 3,8 % de 2017 hasta un 4,0 % en 2018, y se desacelerará hasta un 3,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales en 2018 y 2019, debido a unos datos menos favorables para las economías avanzadas en los primeros meses de 2018, y a unas perspectivas más débiles en algunas economías emergentes en 2019.

Entorno internacional

(tasas de variación anual)

	Junio 2018				Marzo 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,8	4,0	3,9	3,7	3,8	4,1	3,9	3,7
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	5,2	5,1	4,6	4,0	5,6	4,9	4,5	3,9
Demanda exterior de la zona del euro ²⁾	5,2	5,2	4,3	3,7	5,5	4,7	4,1	3,6

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.

Tras crecer intensamente en 2017, los indicadores de comercio mundial apuntan a una desaceleración moderada en los primeros meses de este año. Sin embargo, el dinamismo cíclico continuado a corto plazo debería favorecer el comercio mundial, neutralizando los efectos adversos del aumento de aranceles en Estados Unidos y China. Con todo, a medida que las fuerzas cíclicas desaparezcan, se espera que el comercio mundial se ralentice y que su crecimiento sea en general acorde con la actividad a medio plazo. El crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se situará en el 5,2 % en 2018 y se ralentizará hasta el 3,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, el crecimiento anual de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales en 2018 debido al efecto arrastre de una revisión al alza en los datos del cuarto trimestre de 2017, que compensa ligeramente el menor crecimiento de las importaciones mundiales a principios de 2018. El crecimiento de la demanda exterior en la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza en 2019 y 2020, debido fundamentalmente a las expectativas de un crecimiento más intensivo en comercio en algunas economías de Europa central y oriental.

La anterior apreciación del euro y la desaceleración de la demanda exterior frenarán el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro. Se espera que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crezcan a un ritmo menor que la demanda exterior de la zona del euro en los próximos trimestres, debido a la anterior apreciación del euro, lo que implica algunas pérdidas adicionales limitadas en las cuotas de exportación. Las

importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se beneficiarán de la evolución positiva de la demanda interna y, en los próximos trimestres, del fortalecimiento del euro. Dado que la desaceleración de las importaciones será menor que la de las exportaciones, se espera que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico sea solo marginalmente positiva en el horizonte considerado, tras una contribución muy positiva en 2017.

Se espera una desaceleración del empleo ya que la escasez de mano de obra será cada vez más aguda en algunos países. El número de personas empleadas en la zona del euro aumentó en un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2017 y se estima que ha seguido creciendo en el primer trimestre de este año. El reciente dinamismo del empleo ha sido generalizado en los distintos países y las encuestas prospectivas sugieren que seguirá mostrando un crecimiento sólido a corto plazo. No obstante, se espera que el crecimiento del empleo pierda cierto impulso. En 2018, se prevé que el impacto de algunos factores favorables de naturaleza temporal (como los estímulos fiscales aplicados en algunos países de la zona del euro) desaparezca gradualmente y que el empleo público se reduzca en algunos países. Más adelante, se espera que la escasez de mano de obra se intensifique en algunos países.

Se prevé que las escaseces de oferta frenen cada vez más el crecimiento de la población activa. La población activa seguirá aumentando durante el horizonte de proyección debido a la inmigración neta de trabajadores, a la integración esperada de los refugiados y a un incremento adicional de las tasas de participación en el mercado laboral. Sin embargo, estos efectos positivos serán neutralizados gradualmente a lo largo del período considerado por el impacto negativo del envejecimiento de la población, debido a que el número de trabajadores de más edad que abandonan la población activa superará al de trabajadores más jóvenes que acceden a ella, y a que las tasas de participación de los primeros son más reducidas (pese a que se espera algún incremento en las tasas de participación de los más jóvenes).

Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 7,3 % en 2020. La tasa de desempleo descendió hasta el 8,6 % en el primer trimestre de 2018, el nivel más bajo observado desde finales de 2008. Más adelante, se prevé que el número de desempleados siga reduciéndose sustancialmente, hasta niveles próximos al mínimo anterior a la crisis.

Como reflejo de su patrón cíclico, el crecimiento de la productividad del trabajo mantendrá un ritmo sostenido. La productividad del trabajo aumentó un 0,9 % en 2017. De cara al futuro, la mencionada desaceleración del empleo, la creciente utilización del capital en el contexto de una disminución de la capacidad productiva no utilizada, el aumento del número de horas trabajadas por persona empleada y ciertas mejoras de la productividad total de los factores apuntan a un crecimiento en general sostenido de la productividad del trabajo durante el horizonte de las proyecciones. No obstante, se espera que se mantenga ligeramente por debajo de su tasa media del 1,0 % anterior a la crisis.

El crecimiento del PIB real se mantendrá por encima de su potencial durante el horizonte de proyección. Se estima que el producto potencial ha cobrado cierto

impulso en los últimos años, respaldado por una mayor contribución del capital y la productividad total de los factores. Al final del período examinado, se espera que el crecimiento potencial aumente a una tasa ligeramente inferior a la registrada antes de la crisis, aunque aún a un ritmo menor que el PIB real. Sin embargo, cabe destacar que tanto el crecimiento potencial como sus determinantes no son observables y que estas estimaciones están sujetas a un considerable grado de incertidumbre.

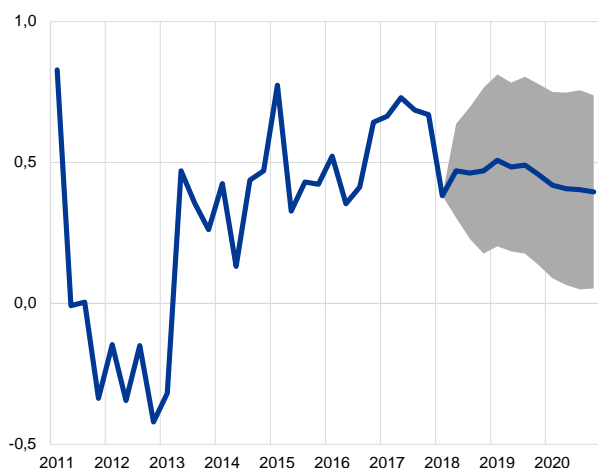
En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja para 2018 y se mantiene prácticamente inalterado para 2019 y 2020. La revisión a la baja en 2018 está relacionada principalmente con un crecimiento del PIB real en el primer trimestre más débil de lo anteriormente esperado.

Gráfico 1
Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

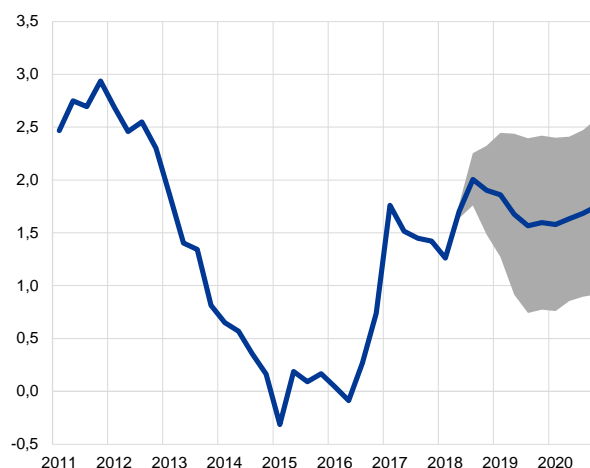
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



1) Los intervalos en torno a las proyecciones centrales 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), disponible en el sitio web del BCE. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Datos ajustados por días laborables.

2 Precios y costes

La inflación medida por el IAPC se mantendrá sin cambios en el 1,7 % en cada uno de los años del horizonte analizado, debido a que el perfil descendente del componente energético de la inflación medida por el IAPC neutralizará el fortalecimiento gradual de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos. Aunque se espera que el componente energético de la inflación medida por el IAPC se fortalezca en los próximos meses como consecuencia de las recientes subidas de los precios del petróleo y de algunos efectos de base al alza, desde finales de 2018 hasta mediados de 2019 debería registrar un acusado descenso en razón de fuertes efectos de base a la baja. Posteriormente, su

contribución a la inflación general medida por el IAPC será negativa, en consonancia con la pendiente descendente de la curva de futuros del petróleo, pese a algunos efectos al alza derivados de los impuestos sobre la energía. Se prevé que la inflación de los alimentos medida por el IAPC se mantendrá en general estable en torno al 2,0 % durante el horizonte analizado. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentará conforme se acentúen las restricciones de oferta. En particular, se espera que las crecientes tensiones en los mercados de trabajo, acompañadas de una intensificación de la escasez de mano de obra en algunos países, impulsen el crecimiento de los salarios y que, dadas las perspectivas bastante planas de la productividad del trabajo, el consiguiente incremento de los costes laborales unitarios se traslade, al menos en parte, a los precios. Otros efectos al alza sobre la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos procederán de los precios externos, ya que las anteriores subidas de los precios del petróleo y el encarecimiento previsto de las materias primas no energéticas afectarán indirectamente a este componente de la inflación. Se prevé que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se incremente gradualmente hasta situarse en el 1,9 % en 2020.

El crecimiento de los salarios repuntará notablemente durante el período analizado, debido a las tensiones de los mercados de trabajo y al fin de la aplicación de las medidas que han contenido el crecimiento salarial en algunos países durante los últimos años.

Se proyecta que la remuneración por asalariado se incrementará desde el 1,6 % en 2017 hasta el 2,7 % en 2020.⁵ De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentará en medida similar al de la remuneración por asalariado, dado que el ritmo de crecimiento de la productividad prácticamente no variará durante el horizonte considerado. El factor principal del repunte del crecimiento de los salarios es la mejora adicional prevista en las condiciones laborales de la zona del euro, con tensiones en aumento en los mercados de trabajo y una clara escasez de mano de obra en algunos países de la zona. El resultado de las recientes negociaciones salariales concluidas en varios países de la zona tiende a sugerir una dinámica de crecimiento favorable para los salarios, en línea con la reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Además del dinamismo cíclico, cabe esperar que el significativo repunte de la inflación en 2017 en comparación con los tres años anteriores contribuya también a un mayor crecimiento de los salarios en los países de la zona del euro en los que los procesos de formación de los salarios incluyen componentes de indiciación basados en la anterior evolución de los precios. Asimismo, los factores relacionados con la crisis que tuvieron un efecto moderador sobre los salarios, como la necesidad de contención salarial para recuperar competitividad de precios en algunos países y la deflación salarial embalsada debida a las rigideces a la baja que limitaban los salarios nominales durante la crisis, deberían desaparecer gradualmente a medida que la expansión económica

⁵ En 2019 se espera una ralentización temporal atribuible a la aplicación en Francia de una medida fiscal consistente en la conversión de un crédito fiscal (el CICE) en una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios. Dado que el menor crecimiento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios se ve en gran parte compensado por un correspondiente incremento de los márgenes, se espera que el impacto en los precios finales sea limitado.

continúe y se amplíe a los distintos países de la zona del euro. Por otro lado, se espera que algunas medidas gubernamentales que en el pasado frenaron el crecimiento de los salarios vayan perdiendo relevancia.

Los márgenes no agravarán las presiones inflacionistas durante el horizonte de proyección. Se espera que los incrementos previstos de los costes laborales unitarios, así como los impuestos indirectos netos por unidad de producto, frenen la expansión de los márgenes dado el limitado poder de fijación de precios de las empresas, particularmente hacia el final del período analizado.

Se espera que las presiones externas sobre los precios persistan durante el horizonte de proyección, si bien serán algo más moderadas. El deflactor de las importaciones aumentó significativamente en 2017, debido al cambio de tendencia de los precios del petróleo y de otras materias primas. A lo largo del horizonte de proyección, debería de moderarse la evolución de los precios de importación en consonancia con una senda descendente en los precios del petróleo y con la anterior apreciación del euro, que contendrá el impacto del encarecimiento de las materias primas no energéticas y de la intensificación paulatina de las presiones subyacentes de los precios a escala mundial ligados a la reducción de la capacidad productiva global no utilizada.

En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado considerablemente al alza para 2018 y 2019. La importante revisión al alza de los supuestos sobre los precios del petróleo en dólares estadounidenses y la depreciación del euro frente al dólar implican una notable revisión al alza de las perspectivas a corto plazo sobre la inflación de los precios de consumo de la energía. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha revisado ligeramente al alza para 2019 y 2020, debido a efectos indirectos retardados derivados de la subida de los precios del petróleo y a pequeñas revisiones al alza del crecimiento de la remuneración por asalariado.

3 Perspectivas de las finanzas públicas

Se proyecta que la orientación de las políticas fiscales en la zona del euro será ligeramente expansiva en 2018 y prácticamente neutral, en promedio, durante 2019 y 2020. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En 2018, la orientación expansiva está determinada fundamentalmente por rebajas de impuestos directos y de las cotizaciones sociales y por el supuesto de un aumento más dinámico del gasto público. En 2019 y 2020, se prevé que la orientación presupuestaria sea, en promedio, neutral, debido a la expectativa de que las nuevas rebajas de impuestos directos y de las cotizaciones sociales se vean compensadas por un incremento más moderado del gasto público.

Durante el período analizado, se proyecta que los ratios de déficit y de deuda públicos se sitúen en una senda descendente. La disminución gradual del déficit presupuestario a lo largo del horizonte de proyección, atribuible fundamentalmente a

una mejora del componente cíclico y a un descenso de los pagos de intereses, será compensada parcialmente por el ligero deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. Se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB continúe en una senda descendente durante el horizonte analizado, respaldada por un diferencial favorable entre el crecimiento y los tipos de interés⁶ y por la mejora del saldo primario. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, las perspectivas del déficit han variado poco, mientras que la ratio de deuda en relación con el PIB se ha revisado ligeramente al alza debido sobre todo a un diferencial menos favorable entre crecimiento y tipos de interés.

Recuadro 3

Análisis de sensibilidad

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de tales 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 apuntan a un riesgo de que esos precios se incrementen durante el horizonte de proyección a un ritmo mayor de lo que sugieren los futuros sobre el petróleo. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo en que se apoyan las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros, prevén un perfil descendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en torno a 67 dólares estadounidenses a finales de 2020. Esta trayectoria implícita en el precio de los futuros del petróleo es coherente con un crecimiento intenso de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado al afianzamiento de la expansión económica mundial. En lo que se refiere a factores de oferta, los precios de los futuros probablemente también reflejen estos impactos a la baja sobre los precios del petróleo debido a que el aumento de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos se verá compensado en parte por las tensiones geopolíticas y por el acuerdo entre la OPEP y varios países no pertenecientes a dicha organización para reducir la producción. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE⁷ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección apunta a precios más elevados que los considerados en los supuestos técnicos. La materialización de una trayectoria alternativa de los precios del petróleo obtenida a partir de estos modelos, en la que los precios del petróleo se encarecieran un 8,8 % respecto al escenario de referencia para 2020, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real (en menos de 0,1 puntos porcentuales en 2019 y 2020), lo que se traduciría en un aumento más rápido de la inflación medida por el IAPC (de 0,1 puntos porcentuales en 2019 y 0,2 puntos porcentuales en 2020).

⁶ El diferencial se calcula como la diferencia entre el tipo de interés efectivo nominal de la deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

⁷ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «La previsión del precio del petróleo», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad investiga los efectos de una apreciación del tipo de cambio del euro. Una fuente de riesgo de apreciación está relacionada con una recuperación de la zona del euro más intensa de lo esperado que genere presiones inflacionistas al alza. Este escenario es compatible con la distribución obtenida a partir de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 22 de mayo de 2018, que está claramente sesgada hacia una apreciación del euro. El percentil 75 de la distribución implica una apreciación del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,36 dólares por euro en 2020, que es aproximadamente un 14,8 % superior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. El supuesto relativo al tipo de cambio efectivo nominal del euro refleja 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 poco más de 0,5. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a que el crecimiento del PIB real sería 0,5 y 0,3 puntos porcentuales más bajo en 2019 y 2020, respectivamente. Por su parte, la inflación medida por el IAPC sería 0,5 puntos porcentuales más baja en 2019 y 2020.

Recuadro 4

Previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

Como se indica en el cuadro, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema (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 anual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Junio 2018	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,4]	[0,9 - 2,9]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,0 - 2,4]	[0,9 - 2,5]
Comisión Europea	Mayo 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCDE	Mayo 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Barómetro de la zona del euro	Mayo 2018	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2018	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Abril 2018	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
FMI	Abril 2018	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Fuentes: Previsiones económicas europeas de primavera de 2018 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2018; OECD Economic Outlook, mayo de 2018; Consensus Economics Forecasts, mayo de 2018; la cifra de Consensus Economics para 2020 ha sido extraída de la encuesta sobre previsiones a largo plazo de abril de 2018; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, mayo de 2018; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, abril de 2018.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que aparecen 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, 2018

Dirección postal 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono +49 69 1344 0
Sitio web: 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 2529-4695 (pdf)
Número de catálogo UE QB-CF-18-001-ES-N (pdf)