



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

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

*La actividad económica se ha debilitado más de lo previsto a principios de año, debido principalmente a la inesperada atonía del crecimiento de las exportaciones y de la inversión. De acuerdo con las proyecciones, la fase actual de crecimiento modesto continuará en 2015. No obstante, diversos factores favorables, tanto externos como internos, entre ellos la orientación muy acomodaticia de la política monetaria de la zona del euro —reforzada por las medidas convencionales y no convencionales adoptadas en junio y en septiembre de 2014— deberían hacer notar sus efectos durante 2015, y se espera que posteriormente el crecimiento del PIB real muestre un ritmo ligeramente más dinámico. Se prevé que el crecimiento del PIB real se incremente un 0,8 % en 2014, un 1,0 % en 2015 y un 1,5 % en 2016. Puesto que estas tasas superan de forma creciente el potencial de crecimiento estimado, la brecha de producción se cerrará paulatinamente durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque en 2016 seguirá siendo negativa. Las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado notablemente a la baja respecto de las proyecciones publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual.*

*La inflación medida por el IAPC de la zona del euro seguirá siendo baja a corto plazo y experimentará un incremento gradual durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se prevé que se incremente, en promedio, un 0,5 % en 2014, un 0,7 % en 2015 y un 1,3 % en 2016. El reciente descenso de los precios del petróleo ha frenado significativamente las perspectivas de inflación a corto plazo. No obstante, se espera que la reducción gradual de la brecha de producción negativa y el aumento de las presiones externas sobre los precios, reforzado por la depreciación del euro, respalden un incremento de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de las proyecciones. Con todo, la persistente holgura de la economía impedirá un repunte vigoroso de la inflación. En comparación con las proyecciones publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado significativamente a la baja.*

*En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro en el período comprendido entre 2014 y 2016. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado<sup>2</sup>, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Debe subrayarse asimismo que las recientes medidas no convencionales de política monetaria han sido tenidas en cuenta en estas proyecciones solo en la medida en que han afectado ya a las variables financieras, y que no se han incorporado otros canales de transmisión. Esto implica que el escenario de referencia muy probablemente subestime el impacto del paquete de medidas de política monetaria.*

### ENTORNO INTERNACIONAL

Según las proyecciones, la recuperación mundial seguirá ganando intensidad, si bien gradualmente. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará durante el horizonte contemplado, desde el 3,6 % en 2014 hasta el 4,2 % en 2016. Sin embargo, se espera que la recuperación siga siendo

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza de 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 noviembre de 2014.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections» en el Boletín Mensual de mayo de 2013.

desigual en las distintas regiones. Tras la acusada debilidad de la actividad a principios de 2014, la dinámica del crecimiento en algunas economías avanzadas fuera de la zona del euro se ha ido reafirmando en términos generales. En contraste, el ritmo del crecimiento en las economías emergentes ha seguido siendo contenido, y ha mostrado cierta divergencia entre regiones. A más largo plazo, la actividad mundial debería reforzarse de forma gradual, aunque aún se espera que la recuperación siga siendo modesta. Si bien algunas de las principales economías avanzadas se están beneficiando de la atenuación de los factores adversos, el incremento de los retos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras hacen improbable que las economías emergentes recuperen las tasas de crecimiento anteriores a la crisis.

La dinámica del comercio mundial ha seguido siendo débil en el primer semestre del año. Sin embargo, se espera que el crecimiento del comercio mundial haya alcanzado un mínimo en el segundo trimestre y se estima que repuntará durante el horizonte de las proyecciones, desde el 2,7 % en 2014 hasta el 5,2 % en 2016 (excluida la zona del euro). Su elasticidad respecto de la actividad mundial al final del horizonte contemplado se mantendrá por debajo del nivel registrado antes de la crisis. Considerando que el ritmo de expansión de las importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro será más lento que el del resto del mundo, el crecimiento de la demanda exterior de la zona será ligeramente más débil que el del comercio mundial (véase el cuadro 1).

#### Cuadro 1 Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

	Diciembre 2014				Septiembre 2014			Revisiones desde septiembre de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Demanda exterior de la zona del euro <sup>2)</sup>	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

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.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja, mientras que la corrección a la baja de las perspectivas para la demanda externa de la zona del euro ha sido más significativa. Las revisiones de las perspectivas para la demanda externa de la zona del euro reflejan unos resultados peores de lo previsto, así como una revisión a la baja de la senda ascendente de la elasticidad del comercio mundial respecto de la actividad hacia su nivel a largo plazo, a fin de compensar errores de previsión anteriores.

#### Recuadro 1

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

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 13 de noviembre de 2014, fecha de cierre 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 0,2 % en 2014 y del 0,1% en 2015 y 2016. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 2,0 % en 2014, del 1,8 % en 2015 y del 2,1 % en 2016<sup>1</sup>. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés

compuestos aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro desciendan ligeramente en 2014 y 2015 y que experimenten una subida modesta durante 2016.

Con respecto 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 13 de noviembre, se considera que los precios del barril de Brent se reducirán desde los 102,6 dólares estadounidenses registrados en el tercer trimestre de 2014 hasta los 85,6 en 2015, y que subirán hasta los 88,5 en 2016. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses descenderán considerablemente en 2014 y 2015 y aumentarán en 2016<sup>2</sup>.

Se estima que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 13 de noviembre de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,33 en 2014 y en 1,25 en 2015 y 2016.

### Supuestos técnicos

	Diciembre 2014				Septiembre 2014			Revisiones desde septiembre de 2014 <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euríbor a tres meses (en porcentaje por año)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje por año)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-20) (tasa de variación anual)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

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

1) Las revisiones se expresan en porcentajes para los niveles, en diferencias para las tasas de crecimiento y en puntos porcentuales para los tipos de interés y los rendimientos de los bonos.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en la información sobre la ejecución de los presupuestos de 2014, la información incluida en los borradores o los textos definitivos de las leyes presupuestarias para 2015, los planes presupuestarios provisionales presentados en el contexto del Semestre Europeo y los planes presupuestarios nacionales a medio plazo disponibles hasta el 20 de noviembre de 2014. 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. En conjunto, la información sobre la ejecución presupuestaria en 2014 y sobre las medidas fiscales previstas para 2015 muestra el carácter fundamentalmente neutral de las políticas fiscales discrecionales en la zona del euro. Las medidas de saneamiento presupuestario adoptadas en algunos países se ven compensadas en gran parte por las rebajas de los impuestos directos aplicadas en varios países y por el aumento del gasto.

En comparación con la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso considerable de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas denominados en dólares estadounidenses, una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y una bajada de los tipos de interés a corto y a largo plazo en la zona del euro.

1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento de todos los bonos a la par a diez años de la zona del euro 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 no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el último trimestre de 2015 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.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La evolución económica reciente no ha confirmado la recuperación que se esperaba a principios de este año. El PIB real registró un crecimiento modesto durante el segundo y tercer trimestre de 2014, debido a la desaparición gradual de factores temporales que habían respaldado la actividad en el primer trimestre. El debilitamiento mayor de lo esperado de la actividad ha tenido lugar en un entorno de moderación de la evolución del comercio mundial, de aumento de la preocupación relativa a las perspectivas del crecimiento interno alimentada posiblemente por el estancamiento de los procesos de reforma económica en algunos países, de persistencia de las tensiones geopolíticas y de un repunte menor de lo esperado de la inversión residencial en algunos países.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB real mantendrá su atonía a corto plazo. El impacto de los factores adversos que obstaculizaron el crecimiento en los primeros meses del año seguirá pesando en el crecimiento durante los próximos trimestres. Así se deduce de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, que se han debilitado desde primavera y cuyos niveles apuntan actualmente a una continuación apenas modesta de la actividad a corto plazo. En particular, se estima que la actividad inversora privada seguirá siendo débil en los primeros meses de 2015.

No obstante, algunas variables fundamentales siguen siendo positivas y respaldan el repunte esperado a partir de 2015. La demanda interna debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de una mejora del funcionamiento del proceso de transmisión de la política monetaria — reforzada además por las medidas convencionales y no convencionales adoptadas recientemente por el BCE—, de una orientación presupuestaria prácticamente neutral tras años de considerables restricciones y de cierta mejora de las condiciones de la oferta de crédito. Asimismo, el consumo privado debería beneficiarse de un repunte de la renta real disponible derivado, en particular, del efecto favorable de la bajada de los precios de las materias primas, aunque también del aumento, si bien moderado, del crecimiento de los salarios y del empleo y, en el contexto de la mejora del crecimiento de los beneficios, del incremento de otras rentas personales (incluidos los beneficios distribuidos). Por otra parte, durante el horizonte de las proyecciones, la actividad general se verá respaldada en mayor medida por el impacto favorable de un fortalecimiento progresivo esperado de la demanda exterior en las exportaciones, reforzado por los efectos de la depreciación del euro.

Con todo, las proyecciones estiman que la recuperación seguirá siendo modesta en términos históricos debido a que diversos factores continúan lastrando el crecimiento a medio plazo. La necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado disminuirá gradualmente durante el horizonte temporal considerado. Asimismo, los efectos adversos sobre el consumo privado derivados de las elevadas tasas de desempleo de algunos países se atenuarán gradualmente, mientras que los amplios niveles de capacidad productiva sin utilizar en algunos países continuarán frenando el gasto de inversión. De acuerdo con las proyecciones, en términos de medias anuales, el crecimiento del PIB real se situará en un 0,8 % en 2014, un 1,0% en 2015 y un 1,5 % en 2016.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, el gasto en consumo privado mantiene su dinámica de moderación durante el horizonte de las proyecciones, debido a un repunte de la renta real disponible. Tras varios años de pronunciada debilidad, la renta real disponible experimentará una aceleración debido a un aumento de las rentas del trabajo atribuible al alza del empleo y al ligero repunte de los salarios, a la creciente contribución de otras rentas personales (relacionadas principalmente con los beneficios) y a los bajos precios de las materias primas. El incremento del patrimonio neto de los hogares y el bajo coste de la financiación respaldarán asimismo el consumo privado.

Se espera que la ratio de deuda sea plana, manteniéndose en niveles históricamente bajos, lo que refleja efectos opuestos. Por una parte, los niveles muy bajos de los tipos de interés y el descenso gradual del desempleo ejercerán un efecto a la baja. Por otra, existen efectos al alza debido a que el aumento de la renta disponible en algunos países reduce la necesidad de emplear el ahorro para el consumo. La debilidad observada de la confianza de los consumidores podría reforzar el ahorro por motivos de precaución. Además, en algunos países, las presiones de desapalancamiento de los hogares siguen siendo elevadas, lo que ejerce efectos al alza adicionales sobre la tasa de ahorro.

Las perspectivas de inversión residencial siguen siendo débiles. La inversión residencial cobrará cierto dinamismo en 2015, a medida que la actividad se recupere en un entorno de tipos de interés hipotecarios bajos y mejores condiciones de oferta de crédito, y que las necesidades de ajuste vayan desapareciendo. Sin embargo, en algunos países, el ajuste en los mercados de la vivienda y el crecimiento aún lento de la renta real disponible siguen frenando la construcción residencial. Además, en algunos países, el impacto favorable de los niveles históricamente bajos de los tipos hipotecarios parece ser menor que lo esperado anteriormente.

Diversos factores deberían respaldar la inversión empresarial, como el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y externa, el nivel muy bajo de los tipos de interés, la necesidad de modernizar los bienes de capital tras varios años de debilidad de la inversión, la mejora de las condiciones de la oferta de crédito, y cierto reforzamiento de los márgenes a medida que la actividad se recupere. Además, se espera que las dificultades derivadas de las necesidades de desapalancamiento del sector empresarial disminuyan gradualmente tras el descenso de la ratio de deuda en relación con el PIB observado en los últimos años. Sin embargo, los niveles de deuda siguen siendo elevados, por lo que las necesidades de desapalancamiento podrían continuar obstaculizando el crecimiento.

Se estima que el crecimiento de la inversión empresarial seguirá siendo bastante bajo a corto plazo. A pesar de los factores de respaldo mencionados, la confianza empresarial ha descendido recientemente. Parece que el impacto de algunos factores adversos tiene un peso significativo en la inversión empresarial, especialmente unas condiciones financieras que, aunque están mejorando, siguen siendo desfavorables en algunos países, la preocupación acerca de la lentitud de las reformas estructurales en algunos países y la persistencia de tensiones de carácter geopolítico. Asimismo, la incertidumbre relativa a las perspectivas de la demanda pesan sobre la inversión empresarial.

Se prevé que la demanda externa de la zona del euro repunte moderadamente a medida que se recupere la actividad mundial. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumentarán ligeramente en el segundo semestre de 2014, en consonancia, en líneas generales, con la demanda externa. Se proyecta que las exportaciones cobren dinamismo en 2015, debido al fortalecimiento gradual de la demanda externa y al impacto favorable de la reciente depreciación del euro. Las cuotas de mercado de las exportaciones se mantendrán en líneas generales sin variación durante el horizonte temporal considerado. Las importaciones de fuera de la zona del euro apenas crecerán ligeramente durante dicho período, como reflejo de la debilidad del crecimiento de la demanda de la zona del euro y del descenso del tipo de cambio del euro. Según las proyecciones, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB real hacia el final del período considerado será positiva, aunque modesta. Se prevé que el actual superávit por cuenta corriente se incremente durante el horizonte de las proyecciones hasta un 2,4 % del PIB en 2016.

Comparativamente, el crecimiento del empleo ha registrado recientemente un repunte rápido y sustancial. El empleo empezó a mostrar una recuperación ya a mediados de 2013, inicialmente en términos de horas trabajadas y posteriormente también en términos de personas. En el segundo trimestre de 2014, el empleo se situó, en términos interanuales, en el 0,4 %, frente a un crecimiento del PIB real del 0,8 %. Esta recuperación relativamente rápida parece reflejar el impacto al alza de la pasada moderación salarial y, probablemente, el efecto positivo de las recientes reformas de los mercados de trabajo. Dichas reformas —consistentes, por ejemplo, en la descentralización de la negociación salarial, la reducción de la protección al empleo y la adopción de acuerdos laborales más flexibles— parecen haberse traducido en una respuesta del empleo a la evolución del producto comparativamente más rápida y sustancial de lo observado históricamente, si bien con algunas diferencias notables entre países.

Se espera que las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro registren una ligera mejora durante el período contemplado. El empleo continuará su modesta recuperación en el segundo semestre de 2014 y mantendrá en líneas generales este dinamismo durante el horizonte proyectado. La recuperación del empleo refleja la continuación del patrón de respuesta comparativamente rápida y vigorosa al repunte de la actividad. La población activa aumentará moderadamente debido a la inmigración y a medida que la mejora progresiva de los mercados de trabajo estimule la participación de determinados segmentos de población. La tasa de desempleo descenderá durante el horizonte de las proyecciones, aunque se mantendrá bastante más alta que antes de la crisis.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2014, la proyección de crecimiento del PIB real para el período comprendido entre 2014 y 2016 se ha revisado a la baja en 1,0 puntos porcentuales. La revisión obedece a un debilitamiento de las perspectivas para las exportaciones, debido a que las perspectivas para la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja significativamente, como reflejo de unos resultados peores de lo previsto, así como de una revisión a la baja de la senda ascendente de la elasticidad del comercio mundial respecto de la actividad hacia su nivel a largo plazo. La revisión a la baja del crecimiento se debe asimismo a una disminución de la inversión empresarial en vista del reciente descenso de la confianza, y al aumento de la preocupación por las perspectivas de crecimiento interno. La inversión residencial también se ha revisado a la baja considerablemente como consecuencia de la mayor necesidad de ajuste que aún debe realizarse en los mercados inmobiliarios de algunos países y del hecho de que parece que el impacto de los niveles históricamente bajos de los tipos hipotecarios ha sido sobrestimado en proyecciones anteriores. El consumo privado también se ha corregido a la baja, debido a la revisión a la baja del crecimiento de la remuneración por asalariado y al descenso mayor de lo esperado de los beneficios distribuidos, como reflejo de la mayor debilidad general del entorno económico.

Las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas recientemente solo están incluidas en el escenario de referencia a través de su impacto en los datos ya observados y en los supuestos técnicos financieros basados en los mercados, es decir, los tipos de interés del mercado y las cotizaciones bursátiles, incluido el tipo de cambio. Por tanto, dicho escenario probablemente subestime los efectos favorables de dichas medidas ya que no incluye canales adicionales (véase el recuadro 2).



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

(tasas de variación anuales)

	Diciembre 2014				Septiembre 2014			Revisiones desde septiembre de 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] <sup>4)</sup>	[0,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,2] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Consumo público	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Formación bruta de capital fijo	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Exportaciones <sup>5)</sup>	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Importaciones <sup>5)</sup>	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Empleo	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
IAPC	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] <sup>4)</sup>	[0,2 - 1,2] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,5 - 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,1] <sup>4)</sup>			
IAPC excluida la energía	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
IAPC excluida la energía y los alimentos	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6)</sup>	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Costes laborales unitarios	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Remuneración por asalariado	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Productividad del trabajo	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) <sup>7)</sup>	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Las proyecciones para 2015 y 2016 incluyen a Lituania. Las tasas medias de variación anuales 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) Incluido el comercio interno de la zona del euro.

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

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

## Recuadro 2

### INCLUSIÓN EN LAS PROYECCIONES DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES ADOPTADAS RECIENTEMENTE

Los paquetes de medidas de política monetaria de apoyo al crédito anunciados el 5 de junio y el 4 de septiembre de 2014 incluían un conjunto de medidas no convencionales ejecutadas mediante operaciones de crédito (operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico) y operaciones simples (un programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos y un programa de adquisiciones de bonos garantizados).

El impacto de estas medidas en las perspectivas de crecimiento e inflación se refleja en el escenario de referencia solo en la medida en que hayan afectado ya a variables financieras, a saber, los tipos de interés, las cotizaciones bursátiles y el tipo de cambio del euro. Como resultado de este enfoque técnico, el escenario de referencia no recoge otros posibles canales, por ejemplo, el canal de transmisión directo asociado al descenso de los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro como resultado de estas medidas. Un segundo canal no incluido en el escenario de referencia es la reestructuración de las carteras, que refleja la posibilidad de que las grandes inyecciones de liquidez en cada una de las tres medidas de política monetaria aumenten los incentivos de los inversores para reducir su exceso de tenencias de efectivo mediante la compra de instrumentos financieros alternativos distintos de los adquiridos por el banco central, lo que aumentaría la presión sobre su precio y reduciría sus rendimientos.

Por tanto, en general, el escenario de referencia probablemente subestime el impacto de los paquetes de medidas de política monetaria, lo que representa un riesgo al alza para las proyecciones de crecimiento e inflación en dicho escenario.

### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 0,3 % en noviembre de 2014. El bajo nivel actual de la tasa de inflación refleja la debilidad de los precios energéticos debido a los recientes descensos de los precios del crudo, la baja inflación de los precios de los alimentos, y la débil tendencia de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios.

Se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos a corto plazo y aumente gradualmente hasta el final del horizonte de proyección, hasta una tasa del 1,4 % en el último trimestre de 2016. El incremento de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte temporal de las proyecciones será resultado de la reducción gradual de la brecha negativa de producción y del aumento de las presiones externas sobre los precios. Este aumento refleja, en particular, un cambio de signo de las presiones, que ahora apuntan al alza, derivado de los precios de las materias primas y de los efectos de la transmisión de la anterior depreciación del euro.

La holgura que persiste en la economía de la zona del euro, junto con la moderada evolución prevista de los precios de las materias primas, impedirán un repunte más sustancial de la inflación en la zona del euro. De acuerdo con las proyecciones, la brecha negativa de producción se reducirá solo parcialmente hasta 2016, lo que implica que los incrementos de los salarios y los márgenes de beneficios serán limitados. En conjunto, la inflación medida por el IAPC se mantendrá en niveles muy bajos, situándose en una tasa media del 0,5 % en 2014, del 0,7 % en 2015 y del 1,3 % en 2016. La inflación medida por el IAPC excluyendo la energía y los alimentos se situará en promedio en el 0,8 % en 2014, el 1,0 % en 2015 y el 1,3 % en 2016.

Si bien las presiones externas sobre los precios debilitan actualmente las expectativas de inflación, se espera que aumenten durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia del incremento esperado de la demanda mundial, la depreciación del euro y el incremento de los precios de las materias primas que se estima se producirá en 2016. La evolución de los precios externos ha reforzado



en el pasado reciente las presiones a la baja sobre los precios en la zona del euro. La atonía del crecimiento mundial, los descensos de los precios del petróleo y de otras materias primas y la anterior apreciación del euro se han traducido en bajadas de precios de importación de la zona del euro en 2013 y 2014. A más largo plazo, a medida que estos efectos desaparezcan gradualmente, se espera que el deflactor de las importaciones de fuera de la zona aumente en 2016.

Las mejoras de los mercados de trabajo y la menor holgura de la economía traerán incrementos moderados de las presiones sobre los precios internos durante el horizonte temporal que abarcan las proyecciones. Se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado aumentará ligeramente durante el horizonte considerado, aunque seguirá siendo bajo debido a los actuales procesos de ajuste y a la moderación salarial aplicados en varios países de la zona del euro. El entorno de baja inflación contribuye asimismo a las modestas perspectivas salariales. El crecimiento de los costes laborales unitarios descenderá ligeramente a lo largo del período contemplado, como consecuencia de que el pequeño repunte de la remuneración por asalariado se ha visto compensado con creces por el mayor crecimiento de la productividad. La modesta evolución de los costes laborales unitarios es una de las principales fuentes del descenso de las presiones internas sobre los costes esperado hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones.

Se espera que los márgenes de beneficio (calculados como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se reduzcan en 2014, se estabilicen en 2015 y repunten en 2016 como resultado del fortalecimiento de la actividad económica y, en particular, de una moderación de la evolución de los costes laborales unitarios.

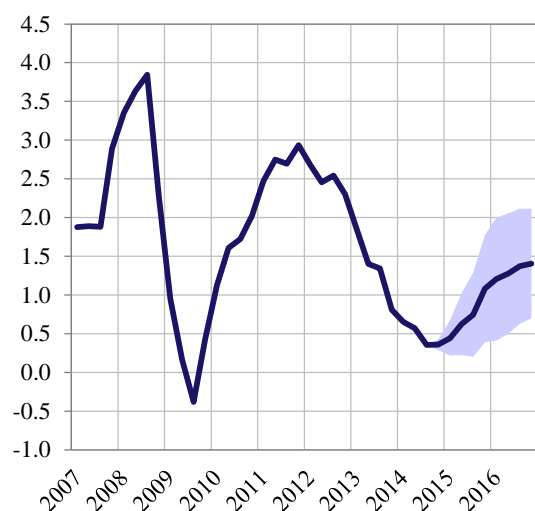
En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2014, las proyecciones de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2014, en 0,4 puntos porcentuales para 2015 y en 0,1 puntos porcentuales para 2016. Estas revisiones reflejan principalmente el descenso de los precios del petróleo en euros, algunas sorpresas a la baja relacionadas con los resultados recientes de los componentes no energéticos, y el efecto de las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento. En 2016 dicho efecto es compensado parcialmente por un mayor impacto alcista del componente energético del IAPC debido al descenso del tipo de cambio y a una variación al alza de los futuros sobre los precios del petróleo en comparación con las proyecciones de septiembre. También se ha revisado a la baja la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, debido a una dinámica más débil de los salarios y de los márgenes de beneficio y a la transmisión indirecta de los efectos de la reciente depreciación del tipo de cambio.

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

(datos trimestrales)

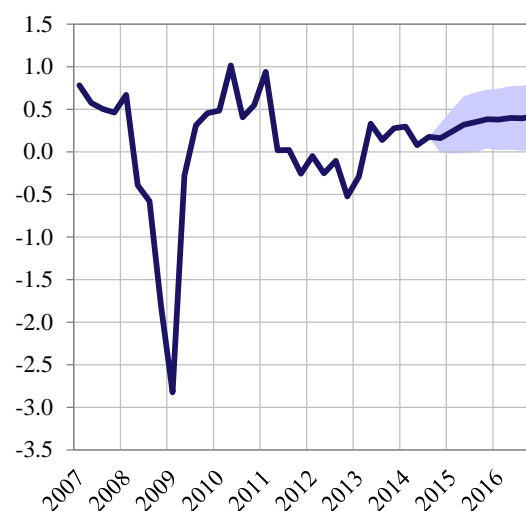
### Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



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

(variaciones intertrimestrales)



1) Los intervalos 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 también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2) Datos ajustados por días laborables.

## PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las políticas fiscales tendrán en líneas generales una orientación neutra durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. Se espera que la orientación fiscal, medida como una variación del saldo primario ajustado de ciclo sea ligeramente expansiva en 2014 y 2015 y neutra en 2016, en contraste con el tono significativamente restrictivo observado en años anteriores.

La ratio de déficit público se reducirá gradualmente durante el horizonte temporal considerado. Este descenso se verá respaldado por la mejora de la posición cíclica de la economía de la zona del euro. Se prevé que el saldo presupuestario estructural mejore ligeramente durante el horizonte de las proyecciones, como reflejo de la orientación en general neutra de la política fiscal. La ratio de deuda pública comenzará a reducirse a partir de 2015, debido a las recientes mejoras del saldo primario y a un diferencial más favorable entre el crecimiento y los tipos de interés.

En comparación con las proyecciones fiscales publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las perspectivas del déficit y la dinámica de la deuda se han deteriorado en cierta medida como resultado de unas perspectivas macroeconómicas menos favorables y de una ligera relajación del grado de discrecionalidad de las políticas fiscales. La revisión a la baja de la ratio de la deuda en relación con el PIB obedece principalmente a la aplicación de la nueva norma estadística SEC 2010

## 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 tres supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esos supuestos<sup>1</sup>.

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

Los supuestos referidos a los precios del petróleo empleados en estas proyecciones de los expertos del Eurosistema se derivan de las expectativas de los mercados medidas por los precios de los futuros sobre el petróleo. Al cierre de los datos el 13 de noviembre, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas, se proyectaba que los precios del barril de Brent se reducirían desde los 102,6 dólares estadounidenses registrados en el tercer trimestre de 2014 hasta los 85,6 dólares estadounidenses en 2015, y que repuntarían hasta los 88,5 dólares estadounidenses en 2016. Sin embargo, después de la fecha de cierre, los precios del petróleo y de los futuros sobre el petróleo bajaron adicionalmente en un entorno de amplitud de la oferta y debilidad de la demanda de petróleo, en particular después de que la OPEP decidió el 27 de noviembre de 2014 mantener los niveles de producción actuales. El 2 de diciembre de 2014, los precios de los futuros sobre el petróleo implicaban que el precio del barril de Brent descenderían hasta 73,2 dólares estadounidenses en 2015 y subirían hasta 78,1 en 2016, es decir, a niveles inferiores en un 14,5 % y un 11,7 % a los recogidos en el escenario de base de las proyecciones.

De acuerdo con los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del Eurosistema, la evolución alternativa de los precios del petróleo podría reducir la inflación medida por el IAPC en la zona del euro en torno a 0,4 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2015 y 0,1 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2016. Al mismo tiempo, esta evolución alternativa de los precios del petróleo podría reforzar el crecimiento del PIB real alrededor de 0,1 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

### 2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

El escenario de referencia supone que el tipo de cambio efectivo del euro no variará hasta el final del período considerado. No obstante, el euro podría depreciarse si se produjera un deterioro de las expectativas de crecimiento de la zona del euro en comparación con la economía estadounidense, o en caso de expectativas de orientaciones de política monetaria divergentes entre ambas economías, relacionadas con expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos de interés bajos en la zona del euro y una normalización más rápida 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 estadounidense el 13 de noviembre de 2014. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar estadounidense hasta un tipo de cambio de 1,17 en 2016, que es un 6,1 % inferior al contemplado en el escenario de referencia. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las oscilaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense 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 hasta un 3,2 % por debajo del escenario de referencia en 2016. En este escenario, los resultados de varios modelos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema 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 y 2016.

### 3) Medidas de consolidación fiscal adicionales

Como se indica en el recuadro 1, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos restrictivas que las exigencias de consolidación fiscal incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias queda en general reflejado en los programas de estabilidad de 2014 y en los documentos del programa de la UE y el FMI. No obstante, es frecuente que las medidas necesarias para lograr esos objetivos no se adopten o no tengan el suficiente nivel de detalle. En consecuencia, no se han tenido en cuenta en el escenario de referencia de las proyecciones. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que varios Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas de consolidación adicionales, además de las incluidas en el escenario de referencia.

#### Supuestos en los que se basa el análisis de sensibilidad fiscal

El análisis de sensibilidad fiscal toma como punto de partida la «brecha fiscal» entre los objetivos presupuestarios de los Gobiernos y los supuestos presupuestarios en que se basan las proyecciones. Las condiciones y la información específicas de cada país en términos de tamaño y composición se utilizan para calcular posibles necesidades adicionales de consolidación fiscal. En concreto, la información específica de cada país trata de reflejar incertidumbres relativas a los objetivos fiscales, la posibilidad de que se adopten medidas adicionales de consolidación fiscal cuyo impacto recaiga sobre la demanda agregada en lugar de sobre otros factores reductores del déficit, y los efectos de retroalimentación macroeconómicos conexos.

De acuerdo con este enfoque, se estima que es probable que en 2015 y 2016 se adopten medidas de consolidación fiscal adicionales cuyo impacto recaerá sobre la demanda, lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 0,2 % del PIB al final de 2016. En cuanto a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad intenta incorporar perfiles temporales específicos para cada país en relación con los esfuerzos adicionales más probables. En este ejercicio, a nivel agregado de la zona del euro, se estima que la consolidación fiscal está en cierta manera orientada al lado del gasto de los presupuestos.

#### Impacto macroeconómico de las medidas de consolidación fiscal adicionales

Los resultados de la simulación del impacto sobre el crecimiento del PIB real y sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro obtenidos del análisis de sensibilidad fiscal basado en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE (NAWM<sup>2</sup>) se resumen en el cuadro que figura a continuación.

El impacto de las medidas de consolidación fiscal adicionales en el crecimiento del PIB real es limitado en 2014 y 2015, aunque se estima que se situará en aproximadamente -0,1 puntos porcentuales en 2016. Se estima que el impacto de la inflación medida por el IAPC será muy poco significativo durante todo el horizonte temporal de las proyecciones.

Por tanto, el actual análisis apunta a riesgos a la baja modestos para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento del PIB real en 2016, puesto que no todas las medidas de consolidación fiscal previstas han sido incluidas en dicho escenario. Al mismo tiempo, existen riesgos muy poco significativos para las proyecciones de inflación.

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

(porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de los Gobiernos <sup>1)</sup>	-2,7	-2,2	-1,7
Escenario de referencia de las proyecciones fiscales	-2,6	-2,5	-2,2
Medidas adicionales de consolidación fiscal (acumulado) <sup>2)</sup>	0,0	0,0	0,2
Efectos de las medidas adicionales de consolidación fiscal (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	0	0	-0,1
Inflación medida por el IAPC	0	0	0

1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del programa más reciente de la UE y el FMI para los países interesados; para los demás países, objetivos nominales incluidos en los borradores de los planes presupuestarios o en las leyes presupuestarias aprobadas para 2015, o en los programas de estabilidad actualizados de 2014.

2) Análisis de sensibilidad basado en las estimaciones de los expertos del Eurosistema.

3) Desviaciones del escenario de referencia en puntos porcentuales del crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC (ambas en términos anuales). El impacto macroeconómico se simula empleando el nuevo modelo general del BCE para el conjunto de la zona del euro.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se refiere únicamente a los posibles efectos a corto plazo de las medidas de consolidación fiscal adicionales que previsiblemente se adopten. Aunque incluso las medidas de consolidación fiscal bien diseñadas suelen tener efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, existen efectos positivos a más largo plazo que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis<sup>3</sup>. En consecuencia, sus resultados no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer esfuerzos adicionales de consolidación fiscal durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. De hecho, dichos esfuerzos son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. De no producirse dicha consolidación, existe el riesgo de que la fijación del precio de la deuda soberana se vea afectada negativamente. Por otra parte, podrían producirse efectos negativos sobre la confianza, lo que obstaculizaría la recuperación de la economía.

1) Todas las simulaciones se han realizado sobre la base del supuesto de que no se producirán modificaciones de las políticas, ni de las demás variables relativas a los supuestos técnicos y al entorno internacional de la zona del euro.

2) Para una descripción del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM), véase Christoffel, K., Coenen, G. y Warne, A., «The New Area-Wide Model of the euro area: micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008.

3) Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal, véase el artículo titulado «Fiscal multipliers and the timing of consolidation», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 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 el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

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

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Comisión Europea	Noviembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OCDE	Noviembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Barómetro de la Zona del Euro	Noviembre 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Encuesta a expertos en previsión económica	Noviembre 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
FMI	Octubre 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2014; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2014; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2014 será igual al estimado en las proyecciones de los expertos del Eurosistema, y en 2015 y 2016 será similar o ligeramente superior. Se estima que en 2014 la tasa de inflación media medida por el IAPC será igual a la indicada por los expertos del Eurosistema. En 2015, las previsiones de la mayoría de las instituciones muestran niveles de inflación medida por el IAPC ligeramente superiores al proyectado por los expertos. En 2016, de acuerdo con otras previsiones disponibles, la inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, entre el 1,0 % y el 1,5 %, frente al 1,3 % de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En el momento actual, todas las previsiones disponibles para 2015 y 2016 se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones del Eurosistema que se indican en el cuadro.

© Banco Central Europeo, 2014

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.