



# Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016<sup>1</sup>

*Se espera que la recuperación económica de la zona del euro continúe, aunque las tasas de crecimiento serán ligeramente inferiores a las previstas en las proyecciones de junio de 2016. Se prevé que una importante revisión a la baja de la demanda exterior, debida principalmente a una demanda de importaciones en el Reino Unido mucho más a raíz del referéndum sobre su permanencia en la UE, frene el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. Sin embargo, el voto a favor del Brexit ha tenido hasta ahora un impacto limitado en los indicadores de clima económico e incertidumbre de la zona, por lo que las perspectivas de recuperación se mantienen en gran medida intactas. Durante el horizonte de proyección, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los precios del petróleo aún relativamente bajos, la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y los avances observados en el desapalancamiento de todos los sectores deberían sostener el crecimiento de la demanda interna, en un contexto de recuperación gradual de la economía mundial. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real se situará en el 1,7 % en 2016 y en el 1,6 % en 2017 y 2018.*

*Se prevé que la inflación medida por el IAPC se sitúe en promedio en el 0,2 % en 2016, frenada considerablemente por una contribución negativa del componente energético del IAPC relacionada con la pronunciada caída anterior de los precios del petróleo. A medida que este efecto remita a principios de 2017, se espera que la inflación medida por el IAPC aumente considerablemente hasta situarse en el 1,2 % a lo largo del año. La recuperación económica en curso y la reducción de la holgura de la economía impulsarán gradualmente la inflación medida por el IAPC excluida la energía y los alimentos durante el horizonte de proyección, lo que debería apoyar una subida adicional de la inflación hasta el 1,6 % en 2018.*

---

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. 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 relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio fue el 11 de agosto de 2016 (véase el recuadro 2). La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 18 de agosto de 2016, con la excepción de la información para Alemania y España, que incluye los datos del PIB publicados el 24 y el 25 de agosto respectivamente. El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el periodo 2016-2018. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013.

**Se espera que continúe la recuperación de la actividad en la zona del euro.** En 2015 se realizó una importante revisión al alza del PIB de la zona del euro debido a la sustancial revisión al alza del PIB irlandés, como consecuencia principalmente de la reestructuración llevada a cabo en grandes empresas multinacionales que dio lugar a un acusado incremento del nivel de activos de capital en Irlanda. Esta revisión supone un cambio de nivel en las cifras del PIB, pero no refleja un mayor dinamismo del crecimiento subyacente ni en la zona del euro ni en la economía irlandesa. De acuerdo con las últimas estimaciones de Eurostat, el crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2016 se situó en el 0,3 %, tras el 0,5 % registrado en el primer trimestre, debido a la desaparición de algunos factores temporales. Pese al resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido, la confianza empresarial y de los consumidores en la zona del euro siguió dando muestras de resistencia y los indicadores de volatilidad en los mercados financieros y de incertidumbre macroeconómica general se mantuvieron en niveles bajos (véase el recuadro 1). Dichos indicadores apuntan a un crecimiento económico sostenido a corto plazo.

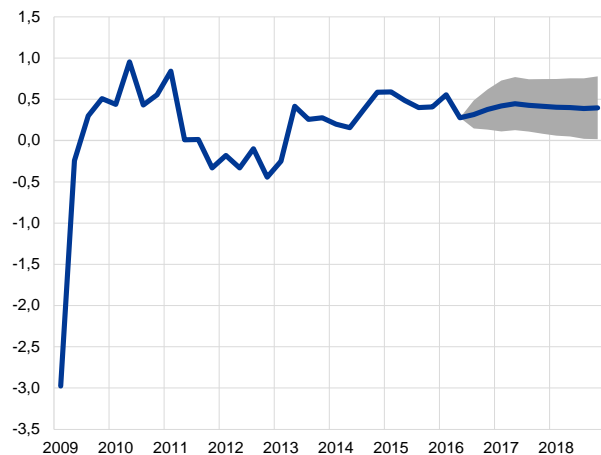
### Gráfico 1

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

(datos trimestrales)

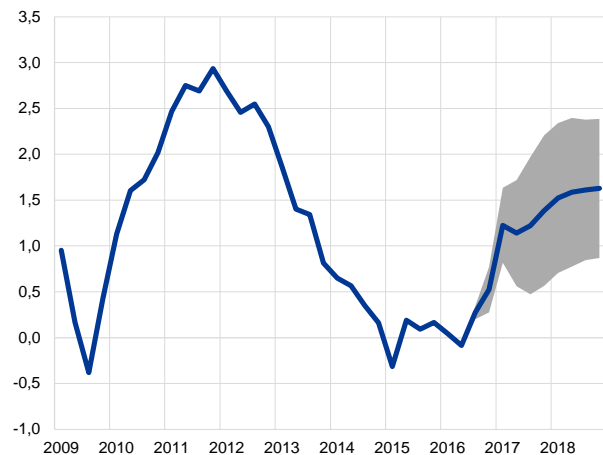
#### PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>

(variaciones intertrimestrales)



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

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

**Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real se situará en el 1,7 % en 2016 y en el 1,6 % en 2017 y 2018.** Se espera que la capacidad de resistencia de la demanda interna, respaldada principalmente por la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y por políticas fiscales favorables en 2016, siga sosteniendo el crecimiento del PIB real. Se proyecta que el crecimiento de las

exportaciones cobre cierto impulso como consecuencia de la recuperación gradual a nivel mundial esperada, si bien será inferior al crecimiento de las importaciones, disminuyendo progresivamente la contribución negativa de la demanda exterior neta durante el horizonte temporal considerado.

## Recuadro 1

Impacto en las perspectivas económicas de la zona del euro del resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE

---

**Se prevé que la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea afecte negativamente a la economía de la zona del euro, sobre todo a través de los vínculos comerciales, ya que las perspectivas para la economía británica han sido revisadas significativamente a la baja.** El escenario de referencia actual para el Reino Unido parte de un incremento prolongado de la incertidumbre, que afecta a la actividad económica. Se prevé una notable ralentización del crecimiento del PIB del Reino Unido en el segundo semestre de 2016 y en 2017, determinada por un acusado descenso de la inversión y un crecimiento más lento del consumo privado. Se asume que la incertidumbre relacionada con el resultado de las negociaciones comerciales afectará adicionalmente a las variables comerciales, dado que las empresas podrían ser reticentes a suscribir nuevos acuerdos comerciales a más largo plazo mientras el futuro de las relaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea no esté claro. Por tanto, también como consecuencia de la mayor debilidad del tipo de cambio de la libra esterlina, las importaciones del Reino Unido se han revisado considerablemente a la baja durante el horizonte temporal examinado, en comparación con las proyecciones de junio de 2016. El crecimiento de las exportaciones del Reino Unido también se ha revisado a la baja, aunque en menor medida, debido en parte a los efectos favorables de la depreciación efectiva de la libra. Se espera que la actividad económica británica se recupere en cierta medida en 2018, gracias a la política monetaria expansiva.

**Se prevé que la actividad de la zona del euro se vea afectada de forma negativa principalmente por el descenso de las exportaciones.** Considerando también sus efectos de contagio a nivel mundial, el Brexit tendrá un importante impacto acumulado a la baja sobre la demanda exterior de la zona del euro durante el horizonte de proyección, que se situará en unos 1,3 puntos porcentuales. El efecto negativo del descenso de la demanda exterior sobre el crecimiento del PIB real varía en los distintos países de la zona del euro debido a sus diferentes vínculos comerciales con el Reino Unido. Además de estos efectos comerciales, existen efectos sobre el tipo de cambio relacionados con el Brexit específicos de cada país derivados de la acusada depreciación de la libra frente al euro a raíz del referéndum del Reino Unido. Sin embargo, para todos los países de la zona del euro a excepción de Irlanda, la depreciación efectiva del euro frente a otras monedas principales compensó con creces la apreciación del euro frente a la libra. Asimismo, desde la celebración del referéndum se han efectuado importantes revisiones a la baja de los tipos de interés a largo plazo, que podrían reflejar cambios en las expectativas sobre la política monetaria de la zona del euro y a escala mundial en el futuro. Estos factores mitigan el impacto negativo del Brexit sobre las perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

**Las proyecciones de crecimiento de la zona del euro también incluyen impactos a la baja específicos de países.** Estos se refieren, por ejemplo, a efectos negativos sobre la confianza en

algunos países con vínculos estrechos con el Reino Unido, así como a un debilitamiento del turismo y a una evolución desfavorable del mercado inmobiliario en ciertos países. Asimismo, dado que la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del Reino Unido se debe principalmente a una evolución mucho menos favorable de la inversión, los socios comerciales que suministran bienes de equipo al Reino Unido se verán afectados desproporcionadamente.

**Las proyecciones para la zona del euro están sujetas a importantes riesgos a la baja relacionados con el Brexit.** Las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea podrían resultar más complejas de lo esperado, lo que podría incidir adicionalmente en las perspectivas comerciales. La prolongación de la incertidumbre podría dar lugar a un deterioro de la confianza y un descenso de la actividad económica en el período abarcado por las proyecciones. Una menor demanda de viviendas en el extranjero por parte de ciudadanos británicos también podría afectar negativamente a la evolución de la inversión residencial en determinadas economías de la zona del euro. Al mismo tiempo, pueden identificarse riesgos alcistas en algunos países de la zona relacionados con la relocalización de servicios financieros o la inversión exterior directa, que en lugar de fluir hacia el Reino Unido permanece en el país de origen o se dirige hacia otros países de la zona.

---

**Se prevé que el gasto en consumo privado crezca considerablemente este año y que después mantenga su solidez.** La confianza de los consumidores sigue muy por encima de sus medias históricas, lo que apunta a una continuación del crecimiento del consumo privado en el segundo semestre de 2016. Las perspectivas de crecimiento de la renta nominal disponible siguen siendo positivas, dado que el crecimiento continuado del empleo va acompañado de un ligero fortalecimiento de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado. Otras rentas personales deberían contribuir positivamente al crecimiento de la renta nominal disponible, prácticamente en línea con la evolución de los beneficios. El ritmo de crecimiento de la renta real disponible se acelerará en 2016 y perderá impulso a partir de 2017, reflejando principalmente el patrón de inflación del componente energético. La mejora de las condiciones de concesión de crédito bancario, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE, debería sostener el crecimiento del consumo privado. Aunque los tipos de interés más bajos han afectado prácticamente en la misma medida a los ingresos por intereses y a los pagos por intereses de los hogares, dejando en general inalterados los ingresos medios netos por intereses de los hogares de la zona del euro, redistribuyen los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Dado que la propensión marginal al consumo de estos últimos suele ser más alta, esta redistribución de ingresos/pagos por intereses debería favorecer adicionalmente el consumo agregado. Además, los avances observados en el desapalancamiento también deberían respaldar el crecimiento del consumo privado. En general, de acuerdo con las proyecciones, el crecimiento interanual del consumo privado se situará en el 1,7 % en 2016, el 1,6 % en 2017 y el 1,5 % en 2018.

**Se prevé que la tasa de ahorro descienda hasta mediados de 2017 y se mantenga estable a partir de entonces.** Se estima que la tasa de ahorro aumentó

en cierta medida durante el segundo semestre de 2015 y siguió creciendo en el primer semestre de 2016, debido a la transmisión gradual y parcial de los incrementos de la renta real procedentes de los precios del petróleo al gasto en consumo. Se prevé que este impacto positivo sobre la tasa de ahorro sea temporal y que su posterior reversión implique un descenso de dicha tasa entre finales de 2016 y mediados de 2017. Se estima que la tasa de ahorro se estancará durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones, como reflejo de factores contrapuestos. Aunque el descenso del desempleo, la mejora de las condiciones de financiación y los bajos tipos de interés apuntan a una disminución de la tasa de ahorro en algunos países, es probable que las necesidades de despalancamiento eleven dicha tasa en algunos países vulnerables.

## Recuadro 2

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

**En comparación con las proyecciones publicadas en junio, las variaciones de los supuestos técnicos incluyen unos precios del petróleo en dólares ligeramente más bajos, una pequeña depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y unos tipos de interés de mercado a largo plazo significativamente inferiores.**

Supuestos técnicos

	Septiembre 2016				Junio 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Precio del petróleo (en USD por barril)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

**Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 11 de agosto de 2016, fecha límite de recepción de los datos.** Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2016 y del -0,4 % en 2017 y 2018. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 0,7 % en 2016, del

0,6 % en 2017 y del 0,8 % en 2018<sup>2</sup>. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos que las entidades aplican a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro disminuyan ligeramente en 2016, desciendan moderadamente en 2017 y registren un leve incremento en 2018. 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 11 de agosto, fecha de cierre de los datos, se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde 52,4 dólares en 2015, hasta 42,8 en 2016, y que posteriormente aumente hasta 47,4 dólares en 2017 y 50,6 en 2018, lo que representa, respecto de las proyecciones de junio, un descenso medio aproximado de 1 dólar durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se espera que los precios de las materias primas no energéticas en dólares disminuyan ligeramente en 2016 y que aumenten en 2017 y 2018<sup>3</sup>. Los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 11 de agosto, fecha de cierre de los datos. Esto implica que el tipo de cambio medio entre el euro y el dólar se situará en 1,11 durante el horizonte temporal de las proyecciones, frente a los 1,14 de las proyecciones de junio. A pesar de la fuerte depreciación de la libra esterlina frente al euro tras el referéndum del Reino Unido, el tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) es un 0,5 % inferior en 2016, y un 0,9 % más bajo en 2017 y 2018 que en las proyecciones de junio.

---

**Se estima que la inversión residencial de la zona del euro se recuperará ligeramente.** La aceleración proyectada del crecimiento de la renta nominal disponible y los tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios respaldarán una recuperación sostenida de la inversión residencial. Asimismo, existe constancia de un crecimiento del número de visados de obra nueva y de un aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en un contexto de mejora de las condiciones de concesión de préstamos. Por otra parte, parece que el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda ha finalizado en algunos países y que los precios residenciales han empezado a subir. Sin embargo, es probable que los altos niveles de desempleo y de endeudamiento de los hogares en algunos países, así como los efectos demográficos desfavorables obstaculicen el crecimiento de la inversión en vivienda.

**Se espera que se mantenga la recuperación de la inversión empresarial.** Se estima que diversos factores apoyarán la recuperación de la inversión: la confianza

---

<sup>2</sup> El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento a diez años de todos los bonos a la par de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte temporal de las proyecciones. Los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el período considerado.

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

sigue mejorando en vista de las favorables expectativas de producción y de un cambio en las expectativas de precios de venta; la utilización de la capacidad productiva ha crecido por encima de su media a largo plazo; las condiciones de financiación y de concesión de préstamos bancarios han mejorado sustancialmente, respaldadas por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE; la expectativa de que la demanda interna siga siendo vigorosa y que la demanda externa se fortalezca; la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de contención de la inversión; y la expectativa de un fortalecimiento de los indicadores de márgenes, en el contexto de abundancia de efectivo de las empresas no financieras. Por otra parte, la importante recuperación de las cotizaciones bursátiles observada en los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación de la deuda han situado la ratio de apalancamiento (ratio de deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras en niveles próximos a sus mínimos históricos. No obstante, la recuperación de la inversión empresarial sigue viéndose frenada por las rigideces de los mercados de productos y de trabajo y por las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado.

**Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se han visto afectadas adversa y significativamente por una revisión a la baja de la demanda externa de la zona del euro, relacionada en gran parte con la mayor debilidad de las perspectivas para el Reino Unido.** Se estima que la demanda externa mejorará moderadamente desde mediados de 2016, en línea con una recuperación de la actividad mundial, impulsada principalmente por las economías emergentes. No obstante, de acuerdo con las proyecciones, las tasas de crecimiento de la demanda externa se mantendrán muy por debajo de sus niveles anteriores a la crisis. El impacto adverso sobre las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se ve mitigado en parte por los efectos favorables de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En conjunto, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobrarán cierto impulso a partir del segundo semestre de 2016. La cuota de mercado de las exportaciones aumentará levemente a corto plazo como resultado de la depreciación del tipo de cambio del euro y posteriormente se estancará. Se espera que el crecimiento de las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro se mantenga relativamente contenido durante el horizonte temporal de las proyecciones. Las importaciones aumentarán en línea con su elasticidad histórica respecto de la demanda total, aunque seguirán creciendo a un ritmo más rápido que las exportaciones. En consecuencia, se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente descienda hasta el 3,3 % en 2018.

### Recuadro 3

#### Entorno internacional

---

**Se proyecta un fortalecimiento gradual de la actividad económica mundial.** El Brexit representa la materialización de un riesgo a la baja para unas perspectivas mundiales ya débiles. Aunque la volatilidad de los mercados financieros mundiales tras el referéndum del Reino Unido

fue breve, contenida en parte por las expectativas de nuevas medidas de política monetaria acomodaticia, las perspectivas para el Reino Unido han empeorado, dejándose sentir en la demanda mundial. Asimismo, a pesar de algunos signos incipientes de que la actividad está tocando fondo en grandes economías emergentes exportadoras de materias primas, los indicadores mundiales habían señalado un crecimiento global modesto incluso antes del referéndum del Reino Unido. De cara al futuro, se espera que la recuperación de la economía mundial siga avanzando a ritmo muy gradual. Las políticas acomodaticias deberían respaldar las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas, mientras que la progresiva mejora de las profundas recesiones observadas en las principales economías emergentes, particularmente Rusia y Brasil, deberían favorecer el crecimiento mundial, compensando la desaceleración estructural de China.

**Continúa la atonía del comercio mundial.** Los factores cíclicos adversos en las economías emergentes, particularmente en las exportadoras de materias primas, en las que la inversión ha caído, han influido negativamente en el comercio mundial durante los últimos trimestres. A medida que estas perturbaciones vayan desapareciendo, las importaciones mundiales deberían experimentar una ligera mejora durante los próximos trimestres. A medio plazo, el supuesto de las proyecciones es que la elasticidad del comercio mundial en relación con el crecimiento mundial es de aproximadamente 1, significativamente inferior a los niveles de antes de la crisis. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,6 % en 2016 hasta el 2,6 % en 2017 y el 3,5 % en 2018.

## Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Septiembre 2016				Junio 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,2	3,0	3,5	3,7	3,1	3,1	3,7	3,8
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	0,7	0,9	2,8	3,7	0,7	1,8	3,5	4,0
Demanda exterior de la zona del euro <sup>2)</sup>	0,6	1,6	2,6	3,5	0,6	2,0	3,5	4,0

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 de junio de 2016, la actividad mundial y la demanda externa de la zona del euro se han corregido a la baja.** Las revisiones a la baja de la demanda externa de la zona del euro, de 0,4, 0,9 y 0,5 puntos porcentuales en 2016, 2017 y 2018, respectivamente, reflejan sobre todo las expectativas de un descenso del crecimiento de las importaciones del Reino Unido y de sus efectos de contagio a escala mundial.

**Se espera que la brecha de producción negativa de la zona del euro se estreche de forma constante durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones, como reflejo de un crecimiento moderado del producto potencial.** El crecimiento del producto potencial aumentará ligeramente durante el horizonte considerado, aunque se mantendrá muy por debajo de su tasa anterior a la crisis de en torno al 1,7 %. La debilidad de la dinámica del producto potencial obedece principalmente a una contribución muy baja del capital tras un período prolongado de inversión muy moderada. De acuerdo con las proyecciones, la



contribución del trabajo mejorará durante el horizonte temporal contemplado, reflejando un incremento de la población en edad de trabajar en el contexto de la entrada de refugiados y de un aumento de la tasa de actividad, debido en parte a las reformas estructurales aplicadas en el pasado. Con todo, la contribución del trabajo seguirá siendo ligeramente inferior a su media anterior a la crisis como consecuencia del envejecimiento de la población. En cambio, la productividad total de los factores esperada se situará en líneas generales en un nivel similar al registrado antes de la crisis.

**Se espera que las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando durante el período analizado.** El empleo seguirá incrementándose a lo largo del horizonte de las proyecciones, aunque algo menos que en los últimos trimestres, lo que, a corto plazo, supone una normalización debida a la desaparición de los efectos de algunos factores favorables transitorios, mientras que, durante el resto del horizonte temporal, obedece principalmente a que se considera que la escasez de oferta de mano de obra cualificada será más acusada en algunas partes de la zona del euro. Se espera un descenso de la tasa de desempleo, aunque a menor ritmo que en 2015, dado que el mayor crecimiento de la mano de obra —debido a la entrada de refugiados y al efecto incentivo sobre los trabajadores desanimados— compensará en parte el impacto del aumento del empleo sobre la tasa de paro. Esta evolución del empleo implica un repunte del crecimiento de la productividad del trabajo, que pasaría del 0,4 % en 2016 al 0,9 % en 2018, en línea con el patrón procíclico habitual.

**Si se comparan con las proyecciones de junio de 2016, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones.** Esto se debe principalmente al impacto adverso de la revisión a la baja de la demanda externa sobre las exportaciones de la zona del euro, compensado en parte por el efecto favorable del descenso de los tipos de interés a largo plazo, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y un cierto respaldo fiscal adicional.

## 2

### Precios y costes

**La inflación medida por el IAPC se situará en promedio en un 0,2 % en 2016 y aumentará significativamente hasta el 1,2 % en 2017 y el 1,6 % en 2018.** La desaparición progresiva del fuerte efecto a la baja del anterior descenso de los precios del petróleo se traducirá en un crecimiento significativo de la inflación general a principios de 2017, que se incrementará hasta el 1,2 % en el primer trimestre. Sobre la base de la curva de los futuros sobre los precios del petróleo, se espera que la contribución del componente energético del IAPC a la inflación pase de -0,6 puntos porcentuales en 2016 hasta situarse aproximadamente en +0,1 y 0,2 puntos porcentuales en 2017 y 2018, contribuyendo en 0,7 puntos porcentuales al repunte de la inflación entre 2016 y 2017.

**Se prevé que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumente a medida que la holgura de la economía vaya desapareciendo lentamente.** Se espera que las mejoras observadas en los mercados de trabajo, reflejadas en el notable descenso de la tasa de desempleo, favorezcan un repunte gradual del crecimiento de los salarios a lo largo del horizonte de proyección. Con la recuperación económica en curso, también se espera un apoyo sostenido de la inflación subyacente a través de mejoras en la capacidad de fijación de precios de las empresas y del incremento correspondiente de los márgenes de beneficio. La desaparición de los efectos moderadores indirectos procedentes de la evolución de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas debería contribuir asimismo a la subida esperada de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos. Más generalmente, también cabe esperar efectos al alza como consecuencia del aumento de las presiones mundiales sobre los precios, aunque se prevé que el debilitamiento progresivo de las presiones al alza derivadas de la anterior depreciación del euro afecte a la recuperación de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos a lo largo del horizonte de proyección. En síntesis, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se situará en promedio en un 0,9 % en 2016 y aumentará hasta el 1,3 % en 2017 y el 1,5 % en 2018.

**Las presiones externas sobre los precios contribuirán a un repunte de la inflación, y se espera que la inflación de los precios de importación pase a ser positiva en 2017, tras un período prolongado de cuatro años con tasas de variación anual negativas.** Se considera que el deflactor de las importaciones seguirá cayendo en 2016, pero que se recuperará en 2017 y 2018. Un elemento clave del cambio de tendencia en los precios de importación es el aumento de los precios de las materias primas considerado en los supuestos y, en particular, de los precios del petróleo señalado por las curvas de los futuros tras las acusadas caídas registradas en años anteriores. Los pronunciados efectos de base al alza también desempeñan un papel significativo en el cambio de tendencia de la tasa de variación anual del deflactor de las importaciones de 2016 a 2017. Aparte de estos factores, y de forma más general, el avance gradual de las presiones inflacionistas a escala mundial, reflejado, por ejemplo, en los incrementos proyectados de la inflación mundial de precios de consumo, debería contribuir al crecimiento de las presiones externas sobre los precios en la zona del euro.

**Se prevé que la menor atonía observada en los mercados de trabajo y el aumento de la inflación general respalden una recuperación del crecimiento salarial en 2017 y 2018.** Pese al continuo descenso de la atonía en los mercados de trabajo en los últimos años, el crecimiento de los salarios se ha mantenido prácticamente estable hasta el momento. Aparte de la atonía y de la baja inflación, entre los factores que pueden haber seguido influyendo en el crecimiento de los salarios durante la actual recuperación económica se encuentran los procesos de ajuste en curso en todos los países para recuperar o mantener la competitividad de precios, reforzados por las reformas del mercado de trabajo aplicadas durante la crisis. Además, parece que se han creado nuevos puestos de trabajo en particular

en sectores con baja productividad laboral y, por tanto, niveles salariales reducidos, que afectan al crecimiento agregado de los salarios a través de efectos de composición. Durante el horizonte considerado, se espera que la importancia de dichos efectos moderadores sobre los salarios disminuya en cierta medida y que la atonía en los mercados de trabajo se reduzca adicionalmente. Ello permitiría que el crecimiento de la remuneración por asalariado aumente del 1,2 % en 2016 al 1,8 % en 2017 y al 2,2 % en 2018.

**Se prevé que el indicador del margen de beneficio se vea favorecido por la recuperación económica en curso durante el horizonte considerado.** La frágil evolución de los costes laborales y la acusada caída de los precios del petróleo, que no parecen haberse transmitido totalmente a los precios de consumo, impulsaron los márgenes de beneficio en 2015. Como se espera que este efecto desaparezca en 2016, se prevé que la tasa de crecimiento del indicador del margen de beneficio se reduzca. No obstante, se considera que las mejoras cíclicas observadas en la actividad económica durante el horizonte de proyección sigan favoreciendo la capacidad de fijación de precios de las empresas y, por tanto, los márgenes de beneficio, pese al efecto moderador del aumento de los costes laborales.

**En comparación con las proyecciones de junio de 2016, las perspectivas de la inflación medida por el IAPC se mantendrán prácticamente sin cambios durante el horizonte considerado.**

### 3 Perspectivas de las finanzas públicas

**Se prevé que la orientación de la política fiscal sea expansiva en 2016 y neutral en 2017 y 2018.** Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En 2016, la orientación expansiva de las finanzas públicas estuvo determinada principalmente por medidas fiscales de carácter discrecional, mientras que los factores no discrecionales desempeñan un papel menor y están relacionados, entre otros, con un reducido descenso de los ingresos no tributarios.

**En el horizonte considerado, se proyecta que el déficit presupuestario y los ratios de deuda de las Administraciones Públicas se sitúen en una senda descendente.** En 2016, la disminución de los pagos por intereses y la mejora del componente cíclico compensaron con creces el deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. De 2017 a 2018, un nuevo descenso de los pagos por intereses y mejoras en el componente cíclico y en el saldo primario conllevan una reducción adicional del déficit presupuestario. La disminución gradual de la deuda pública durante el horizonte de proyección está respaldada fundamentalmente por el diferencial favorable entre el crecimiento y los tipos de interés en vista de la recuperación económica prevista y de los bajos tipos de interés considerados en los supuestos. Unos reducidos superávits primarios deberían tener también un efecto positivo sobre la senda de deuda proyectada.

**En comparación con las proyecciones publicadas en junio, las perspectivas fiscales se mantienen básicamente sin cambios por lo que respecta a la ratio de déficit y son más favorables en lo que se refiere a la ratio de deuda.** Se prevé asimismo que la ratio de deuda en relación con el PIB disminuya a lo largo del horizonte de proyección, reflejando sobre todo la revisión al alza del PIB nominal de Irlanda para 2015, que redujo la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro alrededor de un 0,4 %.

## Cuadro 1

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

(tasas de variación interanual)

	Septiembre 2016				Junio 2016			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB real <sup>1)</sup>	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>	[0,4 - 2,8] <sup>2)</sup>		[1,3 - 1,9] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,9] <sup>2)</sup>
Consumo privado	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Consumo público	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Formación bruta de capital fijo	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Exportaciones <sup>3)</sup>	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Importaciones <sup>3)</sup>	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Empleo	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Tasa de desempleo (% de la población activa)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
IAPC	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,4] <sup>2)</sup>		[0,1 - 0,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,5] <sup>2)</sup>
IAPC excluida la energía	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
IAPC excluidos la energía y los alimentos	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>4)</sup>	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Costes laborales unitarios	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Remuneración por asalariado	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Productividad del trabajo	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) <sup>5)</sup>	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Datos ajustados por días laborables.

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

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

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

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

## Recuadro 4

### Análisis de sensibilidad

---

**Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales.** Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a algunos supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

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

**Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran un riesgo de que esos precios se incrementen a un ritmo ligeramente mayor durante el horizonte de proyección de lo que sugieren los futuros.** Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo que subyacen a las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros, prevén una trayectoria ascendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en 51,6 dólares estadounidenses a finales de 2018. Esta trayectoria es coherente con una recuperación moderada de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado al afianzamiento de la recuperación económica mundial y a un ligero descenso de la oferta de petróleo. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE<sup>4</sup> para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugiere actualmente una subida de dichos precios en 2017 y 2018 mayor que la contemplada en los supuestos técnicos. Esto podría deberse a una recuperación más sólida de la demanda mundial de petróleo como consecuencia de un repunte de la actividad mundial mayor del previsto o de una reducción más pronunciada de su oferta a causa de una menor inversión en el sector petrolífero y, por tanto, de un descenso de la capacidad productiva en algunos países productores. La materialización de una trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo fueran un 11 % más altos que en el escenario de referencia para 2018, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC (de hasta aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en 2017 y 0,3 puntos porcentuales en 2018).

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

**Este análisis de sensibilidad investiga, a efectos ilustrativos, el impacto de una trayectoria del tipo de cambio del euro más débil que en el escenario de referencia.** Los riesgos de depreciación del tipo de cambio del euro proceden principalmente de una divergencia en la orientación de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. En particular, un mayor grado de acomodación monetaria en la zona del euro y un aumento del tipo de referencia de los fondos federales en Estados Unidos antes de lo previsto podrían ejercer presiones a la baja adicionales sobre el euro. La trayectoria alternativa del tipo de cambio del euro se basa en el percentil 25 de la

---

<sup>4</sup> 1) Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», Boletín Económico, nº. 4, BCE, 2015.

distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro el 11 de agosto de 2016. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,04 en 2018, que es un 6,3 % inferior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 50 %. Este supuesto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia de hasta un 3,3 % por debajo del escenario de referencia en 2018. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a un mayor crecimiento del PIB real (de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales) y a un incremento de la inflación medida por el IAPC (de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales) en 2017 y 2018.

## Recuadro 5

### Previsiones de otras instituciones

**Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro.** Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de cada una de ellas no coinciden. Por 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 están claramente dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE (que figuran entre corchetes).

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

(tasas de variación interanual)

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

---

Fuentes: Previsiones económicas europeas de primavera de 2016 de la Comisión Europea, mayo de 2016 (en julio de 2016, la Comisión Europea publicó dos escenarios que reflejaban el impacto del resultado del referéndum del Reino Unido en las perspectivas económicas de la zona del euro y que mostraban un crecimiento del PIB en la zona del 1,6 % en 2016 y el 1,5 % en 2017 en el escenario favorable y un crecimiento del 1,5 % en 2016 y un 1,3 % en 2017 en el escenario adverso; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de julio de 2016 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2016 (IAPC); Economic Outlook de la OCDE, junio de 2016; Consensus Economics Forecasts, agosto de 2016; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, agosto de 2016; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, julio de 2016.

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

---

© Banco Central Europeo, 2016

Dirección postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0 [www.ecb.europa.eu](http://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.