



Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018¹

Las proyecciones muestran que la expansión económica de la zona del euro continuará a un ritmo vigoroso, a tasas de crecimiento por encima de su potencial. Se observará una ralentización del crecimiento del PIB real, que pasará del 2,5 % en 2017 al 1,7 % en 2020², a medida que algunos factores favorables vayan desapareciendo lentamente. La inflación medida por el IAPC repuntará hasta el 1,7 % en 2020, apoyada por un aumento gradual de la inflación subyacente conforme se acentúen las restricciones de capacidad.

1

Economía real

Unos indicadores muy favorables sugieren que el dinamismo del crecimiento del PIB real continuará a corto plazo. De acuerdo con la última estimación de Eurostat, el PIB real creció un 0,6 % en el cuarto trimestre de 2017, impulsado por una aportación positiva tanto de la demanda interna, especialmente del gasto de inversión en capital fijo, como de la demanda exterior neta. Las condiciones de los mercados de trabajo han seguido mejorando, y la tasa de desempleo ha descendido hasta el 8,6 % en enero de 2018, su nivel más bajo desde finales de 2008. El crecimiento del PIB real mantendrá su fortaleza en el primer semestre de 2018, en consonancia con los niveles muy elevados de confianza empresarial y de los consumidores.

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE o del Eurosistema no son aprobadas por el Consejo de Gobierno ni representan necesariamente sus puntos de vista sobre las perspectivas para la zona del euro. En la publicación titulada *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (BCE, julio de 2016), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos, como los relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio, fue el 13 de febrero de 2018 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 19 de febrero de 2018.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2018-2020. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el *Boletín Mensual* del BCE de mayo de 2013. La versión electrónica de los cuadros y gráficos aquí presentados puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

² Cifras basadas en datos ajustados por días laborables.

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

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación interanual)

	Marzo 2018				Diciembre 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1 - 2,7] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[2,3 - 2,5] ²⁾	[1,7 - 2,9] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumo privado	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Consumo público	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Exportaciones ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Importaciones ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Empleo	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Tasa de desempleo (% de la población activa)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
IAPC	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1 - 1,7] ²⁾	[0,6 - 2,2] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[1,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾
IAPC excluida la energía	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Costes laborales unitarios	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Remuneración por asalariado	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Productividad del trabajo	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

1) El PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables.

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

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

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

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

No obstante, se proyecta que el crecimiento del PIB real se ralentice ligeramente durante el horizonte de proyección, debido a la desaparición gradual de muchos factores favorables. Se espera que el impacto de las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado se reduzca gradualmente en el período analizado. Un aumento del ahorro por motivo de precaución y una desaceleración del empleo, en parte debido a una escasez de oferta de mano de obra cada vez más aguda en algunos países, podrían lastrar la evolución del gasto en consumo. Asimismo, se espera que la notable apreciación del euro desde abril de 2017 y una desaceleración del crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro frenen el auge de las exportaciones.

El crecimiento de la renta real disponible seguirá siendo sólido. La contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible se mantendrá en general estable durante el período analizado, debido a que el impacto de la desaceleración del crecimiento del empleo se verá compensado por un aumento más sólido de los salarios nominales. Se proyecta un mayor fortalecimiento de otras rentas personales, como resultado de la evolución positiva de los beneficios y de las rentas de la propiedad. El crecimiento de la renta real disponible cobrará impulso en 2018 y 2019, y se debilitará en 2020 a medida que aumente la inflación de los precios de consumo.

El crecimiento del consumo privado seguirá siendo favorable. Los muy elevados niveles de confianza de los consumidores, las nuevas mejoras esperadas en los mercados de trabajo y el aumento de la remuneración real por asalariado sugieren que el crecimiento del consumo será sólido en los próximos trimestres. Sin embargo, a medio plazo, el consumo privado crecerá ligeramente menos que la renta real disponible, ya que los hogares probablemente destinarán al ahorro una parte cada vez mayor de su renta.

Las favorables condiciones de financiación bancaria, reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE y por los progresos logrados en el desapalancamiento, también deberían respaldar el crecimiento del consumo privado. Aunque han afectado tanto a los ingresos como a los pagos por intereses de los hogares, los bajos tipos de interés tienden a redistribuir los recursos desde los ahorradores netos hacia los prestatarios netos. Dado que estos últimos tienen típicamente una mayor propensión marginal al consumo, esta redistribución debería apoyar el consumo privado agregado. Asimismo, el aumento de la riqueza neta de los hogares, así como los progresos logrados en el desapalancamiento, también deberían sostener el consumo.

Se espera que la tasa de ahorro de los hogares aumente gradualmente desde niveles históricamente bajos durante el período analizado. La tasa de ahorro se ha reducido en el pasado reciente, debido principalmente a la mejora de la situación económica y financiera de los hogares y al impacto de los tipos de interés muy bajos en su propensión a ahorrar. Se prevé que la tasa de ahorro aumente durante el horizonte de proyección, debido a la recuperación esperada del ahorro por motivo de precaución en el contexto de una expansión cíclica moderada, así como a una mayor contribución del crecimiento de las rentas no procedentes del trabajo.

También se espera que los hogares incrementen su tasa de ahorro en respuesta a las bajadas de impuestos directos en algunos países.

Recuadro 1

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

En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, los supuestos técnicos incluyen una apreciación del tipo de cambio del euro, especialmente frente al dólar estadounidense, y unos precios del petróleo y tipos de interés más elevados. 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 13 de febrero de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2018, del -0,1 % en 2019 y del 0,4 % en 2020. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,3 % en 2018, del 1,6 % en 2019 y del 1,9 % en 2020³. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto plazo se han revisado al alza en 10 y 30 puntos básicos para 2019 y 2020 respectivamente, mientras que las referidas a los tipos de interés a largo plazo se han corregido al alza en aproximadamente 20 puntos básicos para todo el horizonte de proyección.

En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas al 13 de febrero de 2018, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent aumentará desde 54,4 dólares en 2017 hasta 65,0 dólares en 2018, y que descenderá hasta situarse en 61,2 dólares en 2019 y 58,3 dólares en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, esta trayectoria representa un incremento de los precios del petróleo en dólares del 5,5 % en 2018, del 3,8 % en 2019 y del 1,7 % en 2020. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares seguirán aumentando notablemente en 2018 y de forma algo más moderada en los años siguientes⁴.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 13 de febrero de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,23 dólares por euro en 2018 y de 1,24 dólares por euro en 2019 y 2020, frente a los 1,17 dólares de las proyecciones de diciembre de 2017. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las

³ El supuesto relativo al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media de los rendimientos de los bonos de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento a diez años de todos los bonos a la par de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte de proyección. Los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se consideran constantes durante el período analizado.

⁴ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte de proyección. Los supuestos relativos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2019 y, posteriormente, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

monedas de 38 socios comerciales) es un 1,6 % superior al considerado en las proyecciones de diciembre de 2017.

Supuestos técnicos

	Marzo 2018				Diciembre 2017			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Precio del petróleo (en USD por barril)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
Tipo de cambio USD/EUR	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Se espera que la recuperación de la inversión residencial siga adelante. La inversión residencial ha experimentado un notable repunte en los últimos trimestres, respaldada por las favorables condiciones de financiación y por el creciente aumento de las rentas derivado de la actual creación de empleo. Por otra parte, parece que los procesos de ajuste a la baja en los mercados de la vivienda han concluido en varios países de la zona del euro. Las encuestas indican que son cada vez más los hogares que planean adquirir o construir una vivienda o realizar reformas en los próximos dos años. Siguen dándose las condiciones básicas para que la recuperación de la inversión residencial continúe durante el horizonte analizado. No obstante, se espera que pierda cierto impulso, debido a que el ciclo de la vivienda entra en una fase madura, a la desaparición gradual del efecto de los incentivos fiscales en algunos países y a tendencias demográficas adversas.

La inversión empresarial seguirá recuperándose durante el horizonte de proyección, aunque a menor ritmo. Se espera que diversos factores continúen sosteniendo la inversión empresarial: la confianza de las empresas sigue siendo muy elevada debido a las muy favorables expectativas de producción y a las carteras de pedidos; la utilización de la capacidad productiva continúa aumentando rápidamente y se acerca a su nivel máximo anterior a la crisis; se espera que las condiciones de financiación sigan siendo muy favorables durante el horizonte de proyección; y se prevé que los indicadores de márgenes aumenten en el contexto de abundancia de efectivo en el sector de las sociedades no financieras. Por otra parte, la sólida recuperación de las cotizaciones bursátiles observada en los últimos años (pese a una ligera corrección) y el moderado aumento del endeudamiento han acercado la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras a mínimos históricos. No obstante, el endeudamiento bruto consolidado (ratio de deuda sobre ingresos) se ha reducido mucho menos y ahora se sitúa en niveles anteriores a la crisis. La gradual pérdida de impulso de la inversión empresarial durante el horizonte de las proyecciones refleja asimismo la desaceleración general de la demanda interna y externa.

Recuadro 2

Entorno internacional

El ritmo de expansión de la economía mundial cobró vigor en el segundo semestre de 2017, con un crecimiento de la actividad y del comercio cada vez más generalizado. Los datos y los indicadores basados en encuestas apuntan a un crecimiento mundial sostenido a corto plazo, con el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) próximo a su media de largo plazo. Las condiciones de financiación a escala mundial siguen siendo acomodaticias pese al incremento de los tipos de interés a nivel mundial desde comienzos de 2018. Los tipos de interés a largo plazo aumentaron en Estados Unidos y los mercados de renta variable mundiales anotaron fuertes retrocesos en febrero, al tiempo que también se incrementó la volatilidad. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la actividad mundial se mantenga en general estable, aunque por debajo de las tasas de crecimiento potencial registradas antes de la crisis. Las perspectivas para las economías avanzadas apuntan a una expansión sólida, con un impulso de la actividad a corto plazo derivado de la reforma fiscal recientemente aprobada en Estados Unidos. Más adelante, se proyecta una ligera ralentización del crecimiento del producto, a medida que la recuperación llegue a una fase madura y las brechas de producción entren gradualmente en terreno positivo. Por lo que respecta a las economías emergentes, la recuperación de las economías exportadoras de materias primas, particularmente Brasil y Rusia, y un crecimiento sostenido en India y China apoyan estas perspectivas. Se proyecta que la actividad mundial (excluida la zona del euro) aumentará en un 4,1 % en 2018 y se ralentizará moderadamente a continuación hasta el 3,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, se ha revisado al alza el crecimiento del PIB mundial entre 2017 y 2019, como reflejo principalmente del impacto favorable del paquete fiscal de Estados Unidos.

Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

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

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

2) Calculada como la media ponderada de las importaciones de los socios comerciales de la zona del euro.

Tras un crecimiento excepcionalmente intenso en el primer semestre de 2017, se espera que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinamismo en los próximos trimestres, en consonancia con unos indicadores de comercio mundial favorables. A medio plazo, se prevé que las perspectivas del comercio se alineen progresivamente con las perspectivas de la actividad mundial (ancladas en una elasticidad del comercio respecto al crecimiento del PIB mundial en torno a la unidad). En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera que se incremente un 5,5 % en 2017, un 4,7 % en 2018, un 4,1 % en 2019 y un 3,6 % en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza, debido fundamentalmente al impacto positivo de la reforma fiscal en Estados Unidos, que se espera que impulse la demanda de importaciones en ese país.

Recuadro 3

Factores determinantes de las perspectivas para el comercio mundial

Tras un período prolongado de crecimiento lento, el comercio mundial se ha reactivado durante los 18 últimos meses. Las importaciones mundiales aumentaron en un 5,5 % en 2017, superando con creces la media del período comprendido entre 2012 y 2016. El crecimiento de las importaciones mundiales superó también la expansión de la actividad mundial, lo que implica un incremento de la elasticidad renta del comercio mundial. Si bien el reciente fortalecimiento del comercio mundial reflejaría, en parte, algunos factores específicos de naturaleza transitoria —en particular, un acusado aumento del comercio en algunas economías emergentes asiáticas así como la volatilidad intrínseca de los datos del comercio mundial— su recuperación de los últimos años parece estar generalizada en todas las regiones. En 2017, las 32 economías de mayor tamaño, a excepción de 5, experimentaron un incremento de sus importaciones en relación con la media de los 5 años anteriores.

La recuperación cíclica de la actividad mundial y particularmente de la inversión ha contribuido a la reactivación del comercio. Tras los desalentadores resultados de los últimos años, la actividad mundial ha mostrado signos de una recuperación cíclica. Un factor muy importante para el comercio mundial, la inversión, que es un componente de la demanda con uso relativamente intensivo de importaciones, se situó en niveles muy bajos a principios de 2016 (que representan el mínimo del crecimiento del comercio mundial) y en los últimos trimestres ha registrado un notable aumento, alcanzando un nivel próximo a su media anterior a la crisis. El repunte de la actividad y de la inversión refleja una serie de factores: las políticas aplicadas en los países avanzados han prestado un apoyo creciente, al tiempo que la austeridad fiscal se ha suavizado y la política monetaria ha seguido siendo muy acomodaticia. Las favorables condiciones de financiación, en un entorno de aumento de la confianza, también han contribuido. Por otra parte, los precios estables o en aumento de las materias primas han respaldado la inversión en las economías exportadoras de materias primas, que se había desplomado tras el acusado deterioro de su relación de intercambio registrado tras 2014.

Los modelos de demanda de las importaciones específicos para cada país apoyan el papel de la inversión como factor determinante de la reciente evolución del comercio. Las estimaciones de los modelos de demanda de importaciones estándar para 19 países, que representan el 75 % de las importaciones mundiales, corroboran la conclusión de que la recuperación se ha visto respaldada en parte por el crecimiento de la demanda de inversión a escala mundial. Otra explicación de la reciente fortaleza del crecimiento del comercio, también indicada por los modelos, es que la elasticidad comercio renta es muy procíclica: durante las fases alcistas en las que la actividad experimenta una expansión más rápida a la de su nivel tendencial, la elasticidad comercio renta tiende asimismo a aumentar. Esta interpretación es coherente con la experiencia del pasado: al tiempo que la actividad mundial se recuperó de su debilidad en 2015 y 2016, el comercio mundial aumentó incluso más rápidamente, es decir, la elasticidad comercio-renta repuntó.

Se espera que los efectos favorables que subyacen al reciente aumento de la elasticidad comercio renta desaparezcan durante el horizonte temporal de las proyecciones. Las proyecciones referidas a la inversión mundial apuntan a una ligera expansión adicional a medida que la recuperación se consolida, la capacidad productiva sin utilizar disminuye y la actividad mundial se ralentiza. Por otra parte, se espera que la expansión de la economía mundial se modere. En consecuencia, se prevé una reducción de la elasticidad comercio renta, debido a un

crecimiento más moderado de la inversión así como a su naturaleza procíclica, a medida que el crecimiento mundial se ralentice. Por ello, se estima que las importaciones crecerán de forma más acorde con la actividad hacia el final del horizonte temporal que abarcan las proyecciones. Ello es coherente con la evidencia de que el efecto de los factores estructurales a largo plazo que habían impulsado anteriormente la rápida expansión del comercio mundial a un ritmo superior al de la actividad mundial —particularmente de las cadenas de valor mundiales— se ha debilitado desde la crisis financiera⁵.

El crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro descenderá debido a la reciente apreciación del euro. Se espera que, tras el fuerte crecimiento del segundo semestre de 2017, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crezcan a un ritmo menor que el de la demanda externa de la zona del euro debido a la reciente apreciación del euro, lo que implica pérdidas en las cuotas de exportación. Las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se beneficiarán de la evolución positiva de la demanda interna y del fortalecimiento del euro. El crecimiento de las importaciones se desacelerará en menor medida que el de las exportaciones, lo que se traducirá en una contribución ligeramente negativa de la demanda exterior neta al crecimiento económico durante 2018 que posteriormente será neutra.

Se proyecta una desaceleración del crecimiento del empleo. El número de personas empleadas en la zona del euro aumentó en un 0,4 % en el tercer trimestre de 2017 y se estima que ha seguido creciendo en el cuarto trimestre. El reciente dinamismo del crecimiento del empleo ha sido generalizado en los distintos países y las encuestas prospectivas sugieren que seguirá mostrando un fuerte ritmo a corto plazo. A más largo plazo, perderá cierto impulso, dado que se espera que el impacto de algunos factores favorables de naturaleza temporal (como los estímulos fiscales aplicados en algunos países) desaparezca gradualmente y que el empleo público disminuya en algunos países.

Se prevé que las escaseces de oferta frenen cada vez más el crecimiento de la población activa. La población activa seguirá aumentando durante el horizonte de proyección debido a la inmigración neta de trabajadores, a la integración esperada de los refugiados y a un incremento adicional de las tasas de participación en el mercado laboral. Sin embargo, estos efectos positivos serán neutralizados gradualmente a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones por el impacto de factores demográficos cada vez más desfavorables. Ello contribuye asimismo a la desaceleración del crecimiento del empleo en 2019 y 2020.

Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 7,2 % en 2020. La tasa de desempleo descendió hasta el 8,6 % en enero de 2018, el nivel más bajo observado desde finales de 2008. A más largo plazo, se prevé que el número de desempleados siga reduciéndose sustancialmente, hasta niveles próximos al mínimo anterior a la crisis.

⁵ Véase también SEBC IRC Trade Task Force, «Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?», *Occasional Paper Series*, nº 178, BCE, 2016.

Como reflejo de su patrón cíclico, el crecimiento de la productividad del trabajo será superior al de años anteriores.

La productividad del trabajo cobró dinamismo en 2017, a medida que el efecto de los factores mencionados que habían impulsado transitoriamente el empleo comenzó a debilitarse. A más largo plazo, la creciente utilización de capital en el contexto de descenso de la capacidad productiva no utilizada, un incremento del número de horas trabajadas por persona empleada y ciertas mejoras de la productividad total de los factores apuntan a un crecimiento de generalmente sostenido de la productividad del trabajo durante el horizonte temporal de las proyecciones. No obstante, se prevé que en 2019 y 2020 se sitúe ligeramente por debajo de su tasa media anterior a la crisis del 1,0 %.

Se espera que el crecimiento del PIB real se mantenga por encima de su potencial hasta 2020.

Se estima que el crecimiento del producto potencial ha cobrado cierto impulso en los últimos años, respaldado por una contribución más favorable del capital, el empleo y la productividad total de los factores. Al final del horizonte temporal considerado, se espera que el crecimiento potencial vuelva a registrar tasas semejantes a las inmediatamente anteriores a crisis, aunque ligeramente inferiores a las del PIB real. Sin embargo, cabe destacar que tanto el crecimiento potencial como sus determinantes no son observables y estas estimaciones están sujetas a un considerable grado de incertidumbre.

En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza para 2018 y se mantiene prácticamente sin cambios para 2019 y 2020.

La revisión al alza para 2018 está relacionada principalmente con unos niveles de confianza empresarial y de los consumidores más altos de lo esperado anteriormente —que sugieren un mayor dinamismo del crecimiento— y con revisiones al alza de la demanda externa. Más adelante, se espera que el impacto positivo del mayor dinamismo del crecimiento se vea compensado en su mayor parte por el efecto adverso de la reciente apreciación del euro en las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro y de la subida de los tipos de interés a largo plazo.

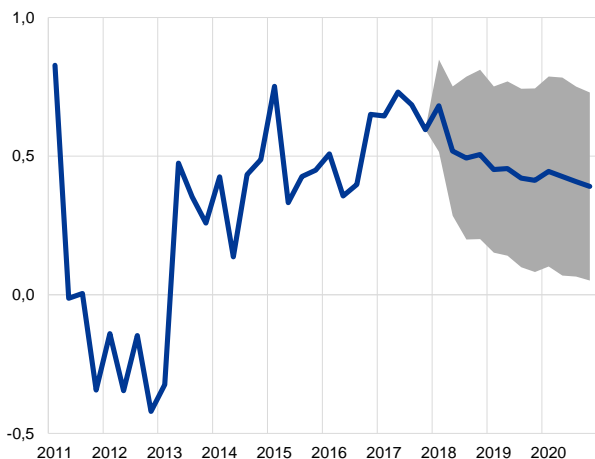
Gráfico 1

Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

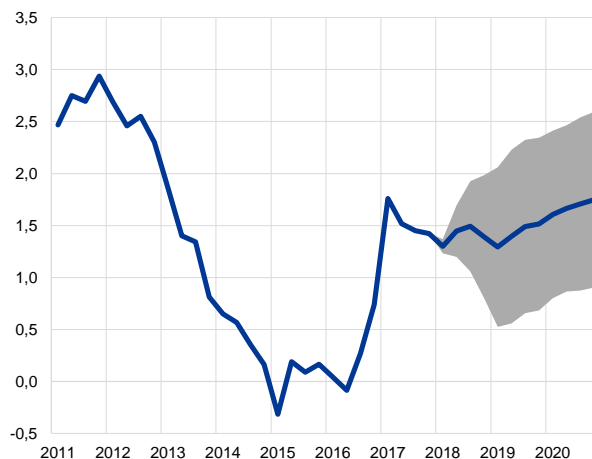
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

2

Precios y costes

La inflación medida por el IAPC aumentará solo hacia el final del horizonte temporal de las proyecciones, debido a que se espera que el descenso de los precios del componente energético del IAPC en 2018 y 2019 compensen en gran parte un aumento de la inflación subyacente. La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 1,4 % en 2018 y 2019 y aumentará hasta el 1,7 % en 2020. Considerando los componentes, aunque se espera que el componente energético del IAPC aumente en los próximos meses, como reflejo de las recientes subidas de los precios del petróleo y de algunos efectos de base al alza, se prevé que registre un acusado descenso a partir de finales de 2018 y que se sitúe en tasas próximas a cero a mediados de 2019. La trayectoria plana de los precios del componente energético del IAPC desde mediados de 2019 refleja la combinación del patrón descendente de la curva de los futuros del petróleo y de los efectos al alza derivados de los impuestos sobre la energía. Se estima que el componente de alimentos del IAPC se recuperará moderadamente durante el horizonte temporal de las proyecciones, apoyado por los incrementos previstos de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los efectos alcistas de la subida de los impuestos sobre el tabaco. Con la economía creciendo por encima de su tasa potencial, se espera que las presiones subyacentes sobre los precios aumenten y que aumente la brecha de producción positiva. En particular, las crecientes tensiones en los mercados de trabajo, junto con la notable escasez de mano de obra en algunos países, impulsarán el crecimiento de los salarios y este incremento de costes se trasladará a los precios en el entorno actual de dinamismo

del crecimiento. Se esperan efectos indirectos al alza de naturaleza temporal sobre la inflación subyacente derivados de las recientes subidas de los precios del petróleo y del encarecimiento previsto de las materias primas no energéticas. Aunque el reciente fortalecimiento del tipo de cambio del euro tendrá un impacto a la baja sobre la inflación, este efecto se verá compensado en alguna medida por el fuerte dinamismo actual del crecimiento de la zona del euro, considerando el aumento asociado de la capacidad de fijación de precios de las empresas de la zona del euro. En conjunto, se prevé que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos registre un incremento gradual hasta situarse en el 1,8 % en 2020.

El crecimiento de los salarios repuntará notablemente durante el horizonte temporal considerado, debido a las tensiones de los mercados laborales y al fin de la aplicación de las medidas que han contenido el crecimiento salarial en algunos países durante los últimos años. Se proyecta que la remuneración por asalariado se incrementará desde el 1,6 % en 2017 hasta el 2,7 % en 2020. En 2019 se espera un descenso temporal atribuible a la aplicación de una medida fiscal en Francia consistente en la conversión de un crédito fiscal (el CICE) en una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios⁶. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los costes laborales unitarios se reforzará en medida similar al de la remuneración por asalariado (desde el 0,8 % registrado en 2017 hasta el 1,8 % en 2020), debido al ritmo prácticamente estable del crecimiento de la productividad durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones. El factor principal del repunte del crecimiento de los salarios es la mejora adicional prevista de la situación del mercado de trabajo, con tensiones en los mercados de trabajo en aumento y una notable escasez de mano de obra en algunos países de la zona del euro. Además del dinamismo cíclico, cabe esperar que el significativo repunte de la inflación general en 2017 en comparación con los tres años anteriores contribuya también al incremento del crecimiento de los salarios en los países de la zona del euro cuyos procesos de formación de los salarios incluyen componentes de expectativas o de indiciación basados en la evolución pasada de los precios. Además, los factores relacionados con la crisis que causaron un descenso de los salarios, como la necesidad de moderación salarial para recuperar competitividad de precios tras la crisis en algunos países y la deflación salarial embalsada debido a las rigideces a la baja que limitaban los salarios nominales durante la crisis, deberían desaparecer gradualmente a medida que la recuperación económica continúe y se extienda a los distintos países de la zona del euro. Por último, en algunos países, el impacto a la baja sobre los salarios derivados de medidas que reducen las contribuciones a la seguridad social irá desapareciendo a medida que vayan perdiendo gradualmente su vigencia durante los próximos años, y se espera que se ponga fin a la congelación de los salarios en el sector público.

Se prevé que durante la primera parte del horizonte de proyección los márgenes crezcan a un ritmo algo mayor que en el último año. Recientemente

⁶ Dado que la reducción del crecimiento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios se ve en gran parte compensada por un incremento correspondiente de los márgenes, se espera que el impacto en los precios finales sea limitado.

se ha observado un fortalecimiento más sólido de los márgenes, lo que refleja una evolución menos adversa de la relación de intercambio además de mejoras cíclicas de la economía. Se espera que dichas mejoras continúen en el contexto de la actual expansión económica. No obstante, los incrementos previstos de los costes laborales unitarios, así como de los impuestos indirectos por unidad de producto, limitarán el ritmo de expansión de los márgenes, particularmente hacia el final del horizonte temporal considerado.

La inflación de los precios de importación repuntó en 2017 y se espera que siga siendo positiva durante todo el horizonte de proyección, aunque más moderada que la observada recientemente. El marcado aumento de los precios de las importaciones en 2017 refleja, en particular, el repunte de los precios del petróleo, así como la evolución de los precios de las materias primas no energéticas. El descenso de su ritmo de crecimiento después de 2017 se relaciona asimismo con el supuesto de unas perspectivas de los precios del petróleo contenidas, aunque también con una evolución bastante moderada de los precios de materias primas. Por otra parte, la apreciación del euro limitará el impacto de la evolución de los precios de las materias primas y de la intensificación paulatina de las presiones de los precios mundiales sobre los precios de importación de la zona del euro. En términos más generales, se prevé que las presiones subyacentes de los precios a escala mundial se intensifiquen gradualmente durante el período considerado al tiempo que los costes de producción mundiales aumentan en consonancia con el descenso de la capacidad productiva global no utilizada.

En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja para 2019. Mientras que para 2018 los supuestos de subida de los precios del petróleo en dólares estadounidenses compensan los efectos a la baja sobre la inflación derivados del aumento de tipo de cambio del euro, para 2019 el impacto de la apreciación del euro predomina y se traduce en un ligero descenso de las perspectivas de la inflación medida por el IAPC.

3 Perspectivas de las finanzas públicas

Se espera que la orientación de las políticas fiscales de la zona del euro se mantenga, en promedio, sustancialmente neutral durante el horizonte de proyección. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En 2017, las bajadas de los impuestos directos y el aumento de las transferencias a los hogares se vieron totalmente compensados por las subidas de los impuestos indirectos y por un incremento más modesto del consumo público. En 2018, la orientación presupuestaria está determinada fundamentalmente por bajadas de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales y por el supuesto de un aumento más dinámico de la inversión pública, compensados solo parcialmente por subidas de los impuestos indirectos y por un crecimiento débil del gasto público corriente. Se prevé que la orientación presupuestaria entre 2019 y 2020 sea también, en promedio, neutral debido a la expectativa de que nuevos recortes en los impuestos directos y

en las cotizaciones sociales se vean compensados por medidas adicionales de contención del gasto público.

Durante el período analizado, se proyecta que las ratios de déficit y de deuda públicos se sitúen en una senda descendente. Se prevé una disminución gradual del déficit presupuestario a lo largo del horizonte de proyección, debido fundamentalmente a una mejora del componente cíclico y a un descenso de los pagos de intereses. El saldo primario ajustado de ciclo permanecerá estable durante el período considerado. En dicho período, se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB continúe en una senda descendente, respaldada por una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés⁷ y por el superávit primario. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, las perspectivas de las finanzas públicas apuntan a un ligero descenso de las ratios de déficit y de deuda sobre el PIB, respaldadas principalmente por una evolución macroeconómica más favorable.

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 tales supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a algunos supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Modelos alternativos de los precios del petróleo apuntan a un riesgo de que esos precios se incrementen durante el horizonte de proyección a un ritmo mayor de lo que sugieren los futuros sobre el petróleo. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo en que se apoyan las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros del petróleo, prevén un perfil descendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en torno a 58 dólares estadounidenses a finales de 2020. Esta trayectoria implícita en el precio de los futuros del petróleo es coherente con un crecimiento intenso de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado al afianzamiento de la economía mundial. En lo que se refiere a los factores de oferta, se espera que los factores geopolíticos y el acuerdo para reducir la producción alcanzado entre la OPEP y varios productores no pertenecientes a dicha organización se vean compensados en parte por el aumento de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE⁸ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección apunta a precios más elevados que los contemplados en los supuestos técnicos. La materialización de una trayectoria de

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

⁸ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «La previsión del precio del petróleo», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

precios del petróleo alternativa, en la que estos se encarecieran un 13,5 % respecto al escenario de referencia para 2020, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real, lo que se traduciría en un aumento más rápido de la inflación medida por el IAPC (de 0,2 puntos porcentuales en 2019 y 0,3 puntos porcentuales en 2020).

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad investiga los efectos de una apreciación adicional del tipo de cambio del euro, debido a la mejora continuada de la confianza de los inversores en el euro.

Este escenario se basa en el percentil 75 de la distribución obtenida a partir de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 13 de febrero de 2018. La trayectoria implica una apreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,42 dólares por euro en 2020, que es aproximadamente un 14,6 % superior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. El supuesto relativo al tipo de cambio efectivo nominal del euro refleja regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el euro se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de poco más de 0,5. En este escenario de perturbación exógena del tipo de cambio, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a que el crecimiento del PIB real sería 0,1, 0,5 y 0,2 puntos porcentuales más bajo en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Por su parte, la inflación medida por el IAPC sería 0,1, 0,5 y 0,4 puntos porcentuales más baja en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Debe tenerse en cuenta que estos impactos estimados en el crecimiento y la inflación solo se darían en el caso de una perturbación del tipo de cambio puramente exógena.

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 los últimos datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

Como se indica en el cuadro, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC se sitúan 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Proyecciones de los expertos del BCE	Mar. 2018	2,4 [2,1 - 2,7]	1,9 [0,9 - 2,9]	1,7 [0,7 - 2,7]	1,4 [1,1 - 1,7]	1,4 [0,6 - 2,2]	1,7 [0,8 - 2,6]
Comisión Europea	Feb. 2018	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OCDE	Nov. 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Barómetro de la zona del euro	Feb. 2018	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
Previsiones de Consensus Economics	Feb. 2018	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Ene. 2018	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
FMI	Oct. 2017 / Ene. 2018	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Fuentes: «Previsiones económicas intermedias del invierno de 2018» de la Comisión Europea; «Perspectivas de la economía mundial» del FMI, actualización de enero de 2018 (PIB real); «Perspectivas de la economía mundial» del FMI, octubre de 2017 (IAPC); «Economic Outlook» de la OCDE, noviembre de 2017; previsiones de Consensus Economics, febrero de 2018; la cifra de Consensus Economics para 2020 ha sido extraída de la encuesta sobre previsiones a largo plazo de octubre de 2017; barómetro de la zona del euro de MJEconomics febrero de 2018; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, enero de 2018.

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

© Banco Central Europeo, 2018

Dirección postal 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono +49 69 1344 0
Sitio web www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

ISSN 2529-4474 (pdf)
Número de catálogo UE QB-CE-18-001-ES-N (pdf)