



Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016¹

1 Perspectivas para la zona del euro: resumen y aspectos principales

Se espera que la recuperación económica de la zona del euro siga su curso, aunque a un ritmo más lento de lo previsto anteriormente, debido al debilitamiento del crecimiento mundial y a un fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro. En media anual, el crecimiento del PIB real se incrementará en un 1,4 % en 2016, un 1,7 % en 2017 y un 1,8 % en 2018. Como consecuencia de un acusado descenso adicional de los precios del petróleo, la proyección de la inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja para 2016, hasta el 0,1 %, y más moderadamente para 2017, hasta el 1,3 %. Se prevé que la inflación vuelva a repuntar en 2018, hasta situarse en el 1,6 %.

Las perspectivas de crecimiento del PIB real a corto plazo se han debilitado debido al reciente empeoramiento de diversos factores adversos. Dichos factores están relacionados con la evolución negativa de la actividad mundial, especialmente en las economías emergentes, un fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro y un aumento de la incertidumbre, como se refleja en el incremento de la volatilidad en los mercados financieros. Teniendo en cuenta asimismo el empeoramiento de la confianza empresarial y de los consumidores en enero y febrero, las perspectivas a corto plazo para el crecimiento del PIB real se han deteriorado desde las proyecciones de diciembre.

Con todo, se espera que la recuperación económica continúe respaldada por una serie de factores favorables. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, reforzada adicionalmente en diciembre de 2015 por el anuncio de nuevas medidas de política monetaria, sigue transmitiéndose a la economía. Se

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. En la publicación titulada «*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*» (BCE, junio de 2001), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo y al tipo de cambio fue el 15 de febrero de 2016 (véase el recuadro 2). La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 25 de febrero de 2016.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 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.

espera que el consumo privado se vea favorecido en 2016 por el acusado descenso adicional que los precios del petróleo han experimentado recientemente y por la continuación de las mejoras en los mercados laborales. La recuperación mundial debería contribuir asimismo a un repunte gradual de la inversión, debido en parte al efecto acelerador. La demanda interna se beneficiará también de una cierta relajación de la política fiscal, relacionada en parte con la llegada de refugiados.

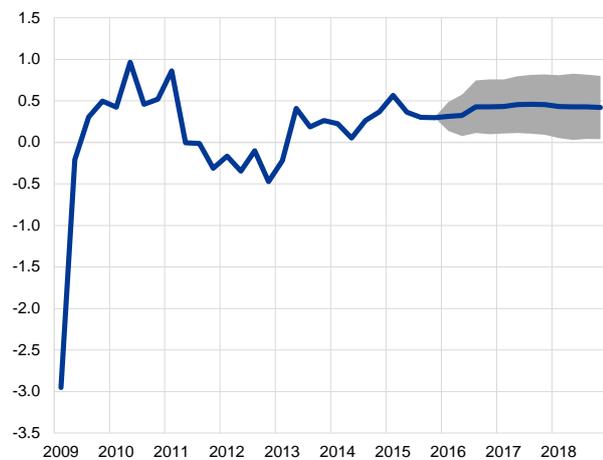
Se prevé que, durante el horizonte de las proyecciones, la trayectoria de la inflación venga determinada en gran medida por el perfil del componente energético del IAPC. Dado el fuerte descenso adicional que los precios del petróleo han registrado en los últimos meses, se estima que la inflación del componente energético del IAPC registrará tasas negativas en 2016, si bien se espera que vuelva a ser positiva en 2017 en vista de los pronunciados efectos de base al alza y de los incrementos previstos de los precios del petróleo implícitos en la curva de los futuros sobre el precio del petróleo. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumentará gradualmente durante los próximos años, a medida que la mejora de las condiciones en los mercados laborales y el descenso de la capacidad no utilizada en la economía se reflejen en un crecimiento de los salarios y de los márgenes de beneficios. Por otra parte, los efectos retardados de la acusada depreciación del euro pasada y los efectos indirectos de las subidas previstas de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas, junto con la desaparición gradual de los efectos bajistas derivados de anteriores descensos de sus precios, respaldarán un repunte de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos.

Gráfico 1
Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

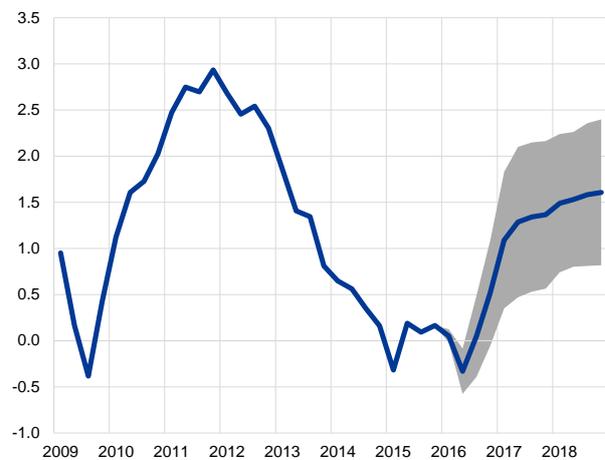
PIB real en la zona del euro²⁾

(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 Economía real

Se prevé que la recuperación de la actividad en la zona del euro continúe, aunque a un ritmo algo más lento de lo proyectado anteriormente. El PIB real mantuvo un moderado dinamismo en el último trimestre de 2015, incrementándose en un 0,3 % frente al trimestre anterior. Si bien los indicadores de confianza de consumidores y empresas descendieron, siguen sugiriendo la continuación de un crecimiento moderado de la actividad en el primer semestre de 2016.

De acuerdo con las proyecciones, el gasto en consumo privado se beneficiará considerablemente del bajo nivel de los precios del petróleo en 2016. Se estima que los precios medios del petróleo se situarán en 34,9 dólares estadounidenses por barril en 2016, un 33 % por debajo de lo previsto en las proyecciones de diciembre (véase el recuadro 1). La renta nominal disponible debería aumentar durante el horizonte temporal de las proyecciones, respaldada por el crecimiento sostenido del empleo y el incremento de la remuneración nominal por asalariado. También se espera que contribuyan otras rentas personales. El crecimiento de la renta real disponible perderá impulso en 2017 como consecuencia del repunte proyectado de la inflación de los precios de la energía. El bajo nivel de los costes de financiación y el moderado incremento del patrimonio neto de los hogares, reforzados por el paquete de medidas de política monetaria que el BCE ha adoptado recientemente, deberían respaldar el consumo privado durante el horizonte de las proyecciones. En conjunto, el crecimiento anual del consumo privado se incrementará desde el 1,6 % registrado en 2015 hasta el 1,9 % en 2016, y posteriormente descenderá hasta el 1,8 % y el 1,6 % en 2017 y 2018, respectivamente.

Recuadro 1

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

En comparación con las proyecciones publicadas en diciembre, las principales variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso significativo de los precios del petróleo en dólares, una apreciación del 5 % del tipo de cambio efectivo del euro y una bajada de los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo.

Supuestos técnicos

	Marzo 2016				Diciembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Precio del petróleo (en USD por barril)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	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 15 de febrero 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 2017 y del -0,2 % en 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 1,2 % en 2016, del 1,4 % en 2017 y del 1,7 % en 2018.² 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 levemente en 2016, se mantengan prácticamente sin variación en 2017 y aumenten moderadamente 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 15 de febrero, fecha de cierre de los datos, se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde 52,5 dólares en 2015, hasta 34,9 en 2016, y que posteriormente aumente hasta 41,2 dólares en 2017 y 44,9 en 2018, lo que representa un descenso de 17 dólares en 2016 y de 16 dólares en 2017 respecto a las proyecciones de diciembre. Se espera que los precios de las materias primas no energéticas en dólares desciendan notablemente en 2016 y que experimenten un ligero ascenso en 2017 y 2018.³ Los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en

² 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.

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

los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 15 de febrero, 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 en 2016 y en 1,12 en 2017 y 2018, frente al 1,09 de las proyecciones de diciembre. Se estima que el tipo de cambio efectivo nominal del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) se apreciará un 5 % durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Se estima que la trayectoria de la ratio de ahorro de los hogares estará determinada principalmente por la suavización del consumo como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo. Se prevé que la tasa de ahorro se incrementará en 2016, como reflejo de la transmisión gradual de los incrementos de la renta real relacionados con los precios del petróleo al consumo privado. Este efecto desaparecerá en parte en 2017. A partir de entonces, se estima que la tasa de ahorro se estancará durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. La trayectoria prácticamente constante de la tasa de ahorro refleja la evolución dispar de los distintos países de la zona del euro. En algunos países, se espera que la alta tasa de desempleo que persiste, los elevados niveles de deuda bruta y el impacto del muy bajo nivel de los tipos de interés sobre el ahorro para pensiones sigan ejerciendo ciertas presiones al alza sobre el ahorro. En otros países, se observarán presiones a la baja sobre el ahorro. En primer lugar, la reducción gradual del desempleo debería traer consigo un descenso del ahorro por motivos de precaución, permitiendo a los hogares realizar compras importantes que podrían haberse pospuesto anteriormente. En segundo lugar, un nivel muy bajo de los rendimientos por intereses tiende a desincentivar el ahorro por un efecto de sustitución intertemporal.

De acuerdo con las proyecciones, la inversión en vivienda cobrará impulso en la zona del euro, aunque partiendo de un nivel muy reducido. La recuperación de la inversión en vivienda se verá respaldada por el crecimiento sostenido de la renta real disponible y por los tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios. Por otra parte, parece que el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda ha finalizado en algunos países, y las perspectivas de los precios de la vivienda han mejorado. No obstante, es probable que, en muchos países, los elevados niveles de endeudamiento de los hogares impidan un aumento sustancial de la inversión en vivienda. En conjunto, dado que se espera que su recuperación sea modesta, la inversión residencial se mantendría en 2018 alrededor de un 20 % por debajo del máximo alcanzado en 2007.

Se prevé una tímida recuperación de la inversión empresarial. A corto plazo, se espera que las perspectivas de inversión empresarial se vean afectadas negativamente por la reciente volatilidad de los mercados financieros y por el debilitamiento del crecimiento en las economías emergentes. No obstante, algunos factores deberían apoyar la inversión con el paso del tiempo. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria, los efectos aceleradores en el contexto de fortalecimiento de la demanda contemplado en las proyecciones, la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de contención de la inversión, las

medidas fiscales expansivas adoptadas en algunos países y un fortalecimiento de los indicadores de márgenes en el contexto actual de abundancia de efectivo en el sector de las sociedades no financieras respaldarán el gasto de capital. Asimismo, la presión general derivada del desapalancamiento de las empresas en la zona del euro debería, en el horizonte de proyección, limitar la inversión empresarial en menor medida que en el pasado. De hecho, los ratios de endeudamiento en relación con el capital han descendido sustancialmente desde los niveles máximos alcanzados durante la crisis financiera y continúan muy por debajo de sus medias históricas. Sin embargo, la recuperación de la inversión empresarial seguirá viéndose frenada por las restricciones financieras que aún existen y por los elevados niveles de endeudamiento en algunos países, así como por las expectativas de un menor crecimiento del producto potencial.

Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro deberían beneficiarse de la recuperación esperada de la demanda exterior (véase el recuadro 2) y de los efectos retardados de la última depreciación del euro.

Tras el debilitamiento observado recientemente, el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se recuperará gradualmente en 2016 y cobrará un nuevo impulso más adelante, que será algo mayor que el repunte de la demanda exterior esperado. La cuota de mercado de las exportaciones aumentará ligeramente durante el horizonte temporal considerado debido a los efectos retardados de anteriores ganancias de competitividad. El crecimiento de las importaciones de fuera de la zona del euro se verá impulsado por la demanda interna, y continuará siendo algo superior al crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona. En consecuencia, se espera que el superávit de la balanza por cuenta corriente descienda desde el 3,0 % del PIB en 2015 y 2016 al 2,5 % en 2018.

En general, se prevé que el PIB real se incremente un 1,4 % en 2016, un 1,7 % en 2017 y un 1,8 % en 2018.

Recuadro 2

Entorno internacional

La evolución tanto en las economías avanzadas como en las emergentes resultó más débil de lo previsto a finales de 2015, lo que confirma que el ritmo de crecimiento mundial sigue siendo frágil.

Tras la pérdida de dinamismo a finales de 2015 y principios de 2016, se proyecta una expansión gradual de la actividad económica mundial a ritmo moderado, impulsada por unas perspectivas de crecimiento aún sólidas en la mayoría de las economías avanzadas y por la progresiva suavización esperada de las profundas recesiones observadas en algunas de las principales economías emergentes. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de los mercados de trabajo deberían apoyar las perspectivas de las economías avanzadas. Asimismo, los elevados niveles de confianza de los consumidores en algunas economías avanzadas importantes podrían traducirse en unas perspectivas de crecimiento favorables. En contraste, las perspectivas a medio plazo para las economías emergentes siguen estando sujetas a una mayor incertidumbre. Además de la desaceleración del crecimiento tendencial de la economía china y de sus efectos de contagio negativos sobre otras economías emergentes, especialmente en Asia, los exportadores

de materias primas deberán continuar su ajuste macroeconómico para adaptarse al descenso de los precios de las materias primas. Asimismo, estas economías se enfrentarán a un entorno con condiciones de financiación externa más restrictivas, como resultado de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, de una mayor incertidumbre política y del incremento de las tensiones geopolíticas.

La evolución del comercio mundial ha sido decepcionante recientemente y se espera que su crecimiento sea lento durante el período analizado. En relación con el PIB mundial, se proyecta que el perfil de las importaciones mundiales y de la demanda exterior de la zona del euro sea bastante débil durante el período contemplado. Se prevé que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 0,4 % en 2015 hasta el 2,2 % en 2016, el 3,8 % en 2017 y el 4,1 % en 2018. Esta evolución es comparable con las tasas de crecimiento anual medio del orden del 7,7 % registradas en el período 1999-2007.

Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Marzo 2016				Diciembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Demanda exterior de la zona del euro ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

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 publicadas en diciembre, la actividad mundial se ha revisado a la baja, especialmente en 2016. La demanda exterior de la zona del euro también se ha revisado sustancialmente a la baja para 2016.

Dado que actualmente se espera que el crecimiento del PIB sea muy superior a la tasa de crecimiento del producto potencial, se prevé que la brecha de producción se estreche de forma continua a lo largo del horizonte considerado. Se estima que el crecimiento del producto potencial aumentará ligeramente durante el período analizado, hasta un nivel algo superior al 1 %, manteniéndose muy por debajo de su tasa anterior a la crisis.

Las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro deberían continuar mejorando. Se proyecta que el empleo siga aumentando durante el horizonte temporal considerado, si bien a una tasa algo más baja que la anteriormente esperada, debido principalmente a la mayor debilidad de la recuperación económica. Se considera que la moderación salarial y las anteriores reformas en los mercados de trabajo apoyarán el crecimiento del empleo durante el horizonte de proyección. La población activa crecerá vigorosamente en el período abarcado por las proyecciones, como consecuencia del flujo continuado de refugiados y la desaparición gradual de los efectos disuasorios. La tasa de desempleo, que se redujo hasta el 10,3 % en enero de 2016, continuará disminuyendo.

Las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en comparación con el ejercicio de proyección de diciembre. Esta revisión obedece al efecto negativo conjunto del descenso de la demanda exterior de la zona del euro y del fortalecimiento del tipo de cambio del euro sobre el crecimiento de las exportaciones, así como al impacto de la mayor volatilidad en los mercados financieros y del debilitamiento de los indicadores del clima económico sobre las perspectivas a corto plazo. En conjunto, estos efectos adversos compensan con creces el impacto favorable del descenso de los precios del petróleo y de las recientes medidas adicionales de política monetaria sobre la demanda interna.

3

Precios y costes

Según la estimación preliminar de Eurostat (publicada después de la fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en el ejercicio), la inflación medida por el IAPC se situó en el -0,2 % en febrero de 2016, 0,3 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en noviembre de 2015, como resultado del descenso de todos sus componentes principales. Una importante contribución negativa de 0,8 puntos porcentuales del componente energético de la inflación medida por el IAPC, relacionada con la notable caída experimentada recientemente por los precios del petróleo, seguirá frenando significativamente la inflación en 2016, que se prevé que se sitúe en el 0,1 % en media anual. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos repuntará ligeramente en 2016, situándose en el 1,1 % tras el 0,8 % observado en 2015, aunque seguirá siendo bastante átona debido a efectos indirectos procedentes de la bajada de los precios del petróleo, la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y la holgura que aún existe en la economía.

Efectos de base derivados de los precios de las materias primas explican la mayor parte del fuerte repunte esperado de la inflación medida por el IAPC, que se prevé que se sitúe en el 1,3 % en 2017. De acuerdo con las proyecciones, las presiones externas sobre los precios se verán agravadas en 2017 por efectos de base alcistas, una vez que las pronunciadas caídas de los precios del petróleo y de la energía desaparezcan de la comparación interanual, y por las nuevas subidas esperadas de los precios de las materias primas.

El crecimiento de los salarios ha sido débil hasta ahora, pero debería cobrar fuerza de forma gradual durante el período analizado. Aunque el elevado desempleo y el bajo crecimiento de la productividad han limitado la subida de los salarios hasta ahora, se espera que un aumento continuado del empleo a lo largo del período abarcado por las proyecciones reduzca la capacidad no utilizada en los mercados de trabajo. Asimismo, el proyectado repunte de la inflación también debería apoyar el aumento de los salarios, particularmente hacia el final del horizonte contemplado. No obstante, el ritmo de crecimiento salarial seguirá siendo contenido, también como reflejo de un crecimiento de la productividad que continúa siendo débil.

La recuperación económica en curso y el descenso de los precios del petróleo deberían apoyar los márgenes de beneficio. Se prevé que las mejoras adicionales de la demanda interna y la reducción de la holgura de la economía prevista para los próximos años aumenten la capacidad de fijación de precios de las empresas, lo que elevará sus márgenes de beneficio. Asimismo, se espera que las ganancias extraordinarias derivadas de la disminución de los precios del petróleo en 2016 sigan apoyando también dichos márgenes.

Como reflejo del incremento de las presiones internas sobre los precios, la inflación medida por el IAPC seguirá aumentando hasta el 1,6 % en 2018.

En comparación con las proyecciones de diciembre, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, especialmente para 2016. Esta revisión de la inflación es atribuible en su mayor parte a una considerable atenuación de las presiones externas sobre los precios, relacionada en particular con unos precios del petróleo muy inferiores a lo esperado y con un tipo de cambio efectivo del euro algo más fuerte de lo previsto. El crecimiento de los salarios más moderado de lo proyectado anteriormente también contribuye a la revisión a la baja.

4 Perspectivas de las finanzas públicas

Se prevé que la orientación de la política fiscal sea expansiva en el período hasta 2017 y más neutral en 2018. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. La orientación fiscal expansiva hasta 2017 se debe principalmente a las rebajas de los impuestos directos en algunos países y a los gastos relacionados con los refugiados.

A lo largo del horizonte de proyección, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se estabilizará en torno al 2 % del PIB y la ratio de deuda en relación con el PIB se reducirá ligeramente. Es probable que la contribución positiva del componente cíclico y la disminución de los pagos por intereses al saldo presupuestario queden contrarrestadas, especialmente en 2016, por la relajación de la orientación de la política fiscal. Durante el período hasta 2018, se espera que la reducción gradual de la deuda pública se vea respaldada fundamentalmente por el favorable diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés en vista de la recuperación económica prevista y de los bajos tipos de interés estimados. Unos reducidos superávits primarios deberían tener también un efecto positivo sobre la senda de deuda proyectada.

En comparación con las proyecciones publicadas en diciembre, las perspectivas de las finanzas públicas han empeorado ligeramente. El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas se ha revisado ligeramente a la baja para 2015, debido al impacto de un descenso del PIB nominal, y esta revisión a la baja se mantendrá hasta 2016-2017. Se prevé que la ratio de deuda en relación

con el PIB aumente durante el horizonte de proyección, como consecuencia de un superávit primario algo más reducido y, especialmente en 2015-2016, de un diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés menos favorable, derivado de la revisión a la baja de la inflación y el crecimiento del PIB nominal.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación interanual)

	Marzo 2016				Diciembre 2015		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
PIB real ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾	[1,4 - 1,6] ²⁾	[1,1 - 2,3] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾
Consumo privado	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Consumo público	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Exportaciones ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Importaciones ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Empleo	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Tasa de desempleo (% de la población activa)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
IAPC	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾	[0,1 - 0,1] ²⁾	[0,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 2,3] ²⁾
IAPC excluida la energía	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
IAPC excluidos la energía y los alimentos	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Costes laborales unitarios	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Remuneración por asalariado	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Productividad del trabajo	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

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 neto 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 3

Análisis de sensibilidad y de escenarios

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 esos supuestos. Además, en este recuadro se incluye también un escenario relativo al posible impacto de una desaceleración sincronizada y más acusada en las economías emergentes sobre el crecimiento y la inflación de la zona del euro.

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran que esos precios se incrementarán a un ritmo ligeramente mayor de lo que sugieren los precios de 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 un aumento del 40 % en dichos precios entre el primer trimestre de 2016 y el cuarto trimestre de 2018. Los modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE⁴ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugieren actualmente un incremento mayor del contemplado en los supuestos técnicos. Este incremento sería coherente con una recuperación más sólida de la demanda mundial de petróleo a medio plazo o con una reducción de su oferta, debido a una menor inversión en el sector petrolífero y, por tanto, con un descenso de la capacidad de explotación en algunos países, en respuesta a la reciente caída de los precios del petróleo. La materialización de esta trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo serían un 11,6 % más elevados que en el escenario de referencia para 2018, reduciría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC, de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales en 2016, 2017 y 2018.

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad incluye dos trayectorias alternativas del tipo de cambio del euro para el escenario de referencia. La primera se basa en el percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 15 de febrero de 2016. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,00 en 2018, un 10,8 % inferior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. La segunda trayectoria se basa en el percentil 75 de la misma distribución e implica una apreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,24 en 2018, un 11,2 % superior al considerado en el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro

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

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 52 %. En caso de una depreciación, este supuesto se traduce en una divergencia gradual a la baja del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia, que lo sitúa un 5,8 % por debajo de dicho escenario en 2018. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a un aumento del crecimiento del PIB real, de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales, y a un incremento de la inflación medida por el IAPC, de entre 0,1 y 0,4 puntos porcentuales, en 2016, 2017 y 2018. En caso de una apreciación, este supuesto se traduce en una divergencia gradual al alza del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia, que lo sitúa un 5,5 % por encima de dicho escenario en 2018. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a una disminución del crecimiento del PIB real, de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales, y a una reducción de la inflación medida por el IAPC, de entre 0,1 y 0,4 puntos porcentuales, en 2016, 2017 y 2018.

3) Un escenario de desaceleración sincronizada en las economías emergentes

Las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes han empeorado en los últimos meses y los riesgos a la baja para las proyecciones de crecimiento mundial se han intensificado. Sin embargo, el escenario de referencia de esta proyección supone una recuperación gradual y contenida de la actividad de las economías emergentes durante el horizonte considerado. En estas circunstancias, se ha construido un escenario para analizar el impacto de una desaceleración sincronizada y más acusada en las economías emergentes sobre el crecimiento del PIB y la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

El supuesto en que se basa el escenario es que la desaceleración es provocada por un «aterrizaje brusco» de la economía china al materializarse los riesgos para la estabilidad financiera y disminuir la confianza de las empresas y los consumidores chinos debido a las salidas de capital. El escenario de un «aterrizaje brusco» de la economía china implicaría una corrección más fuerte de los desequilibrios internos de China y una ralentización de la inversión que generaría un aumento del desempleo. Además, el crecimiento del consumo privado en China se moderaría significativamente. El empeoramiento de la situación financiera y unas perspectivas más débiles en China se modelizan para que tengan efectos de contagio sobre otras economías emergentes, que se verían afectadas a través del canal de comercio directo y un supuesto aumento de la incertidumbre a escala mundial. En este escenario, la incertidumbre mundial se aproxima mediante un aumento transitorio de 10 puntos porcentuales del VIX⁵, que desaparece paulatinamente durante el horizonte de proyección. Se prevé que el descenso proyectado de las cotizaciones bursátiles en China también origine una caída de las cotizaciones a escala mundial. La mayor desaceleración en las economías emergentes se modeliza para implicar una trayectoria más débil para los precios de las materias primas durante el horizonte considerado. También se utiliza el supuesto de que las autoridades chinas mitigarán el «aterrizaje brusco» permitiendo que se deprecie el renminbi, lo que, debido a los efectos de contagio, produciría una depreciación de

⁵ El VIX es una medida de la volatilidad implícita del precio de las opciones en el índice bursátil S&P 500, calculada por el Chicago Board Options Exchange.

las monedas de las economías emergentes. Como resultado, en este escenario el dólar estadounidense, el yen y el euro se apreciarán en términos efectivos nominales. Por su parte, la apreciación de estas tres monedas tendrá un efecto adverso en los sectores exportadores de Estados Unidos, Japón y la zona del euro, lo que ejercerá nuevas presiones a la baja sobre la inflación en estas regiones, principalmente debido al descenso de los precios de importación.

Principales supuestos del escenario

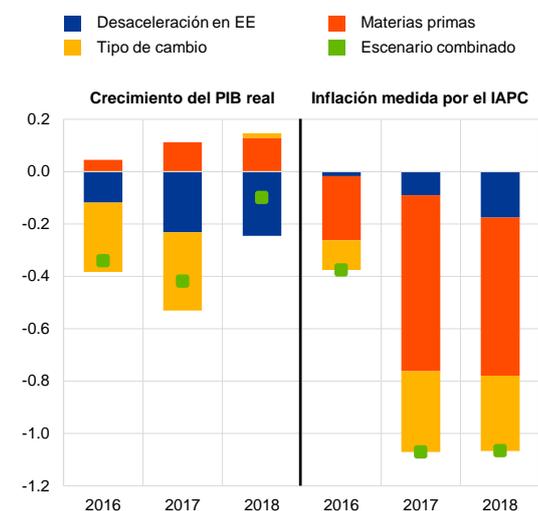
	2016	2017	2018
Demanda interna china	-2,3	-4,7	-3,0
Mercados de valores mundiales	-20,0	-20,0	-20,0
Depreciación de las monedas china y de las economías emergentes frente a las monedas de las economías avanzadas	-5,0	-10,0	-10,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro	1,1	2,8	2,8
Precio del petróleo (en USD por barril)	-8,8	-26,0	-37,8

Fuente: expertos del BCE.

Notas: calculados como desviación en variaciones porcentuales respecto a los niveles del escenario de referencia, salvo la demanda interna china, que se calcula como desviación en puntos porcentuales respecto a las tasas de crecimiento del escenario de referencia. El índice bursátil chino se reduce un 40 % con respecto al nivel del escenario base. «EE» son las siglas de economías emergentes.

Contribuciones al crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(desviación en puntos porcentuales respecto al crecimiento del escenario de referencia)



Fuente: expertos del BCE.

Notas: los escenarios se elaboran a partir de varios modelos. Se supone que la política monetaria es exógena. «EE» son las siglas de economías emergentes.

En este escenario, tanto el crecimiento del PIB real como la inflación medida por el IAPC de la zona del euro serían más moderados que en el escenario de referencia.

La evidencia procedente de varios modelos macroeconómicos elaborados por los expertos del BCE sugiere que la desaceleración de la actividad en los mercados emergentes daría lugar a un descenso de la demanda exterior de la zona del euro, lo que moderaría el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC en 2017 y 2018. La reducción asociada de los precios de las materias primas (energéticas y no energéticas) atribuible a la desaceleración en los mercados emergentes impulsaría la actividad en la zona del euro, debido a un incremento de la renta real de los hogares y de los beneficios de las empresas. Al mismo tiempo, el descenso de los precios de las materias primas ejercería una fuerte presión a la baja sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. Por último, la apreciación

del euro frente al renminbi y las monedas de otras economías emergentes presionaría adicionalmente a la baja sobre la actividad y los precios de la zona del euro. En resumen, una desaceleración sincronizada en las economías emergentes, provocada por China, entrañaría

importantes riesgos a la baja para las proyecciones de referencia relativas al crecimiento del PIB real y a la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

Recuadro 4

Previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del 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, la mayoría de las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles muestran un mayor crecimiento del PIB real y una inflación más elevada en 2016, pero no difieren demasiado de las proyecciones de marzo de los expertos del BCE para 2017 y 2018, y están claramente dentro de los intervalos en torno a estas proyecciones (que figuran entre paréntesis).

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	Marzo 2016	1,4 [1,0-1,8]	1,7 [0,7-2,7]	1,8 [0,6-3,0]	0,1 [-0,2-0,4]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,8-2,4]
Comisión Europea	Febrero 2016	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OCDE	Feb. 2016/Nov. 2015	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Barómetro de la Zona del Euro	Febrero 2016	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2016	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Encuesta a expertos en previsión económica	Enero 2016	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
FMI	Ene. 2016/Oct. 2015	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Fuentes: Previsiones económicas europeas de invierno de 2016 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de enero de 2016 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2015 (inflación medida por el IAPC); Economic Outlook de la OCDE, actualización de febrero de 2016 (PIB); OECD Economic Outlook, noviembre de 2015 (inflación medida por el IAPC); Consensus Economics Forecasts; MJEconomics y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del 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

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

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