



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO DE DICIEMBRE DE 2015<sup>1</sup>

## 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. Se prevé que el crecimiento del PIB real se incremente en un 1,5 % en 2015, un 1,7 % en 2016 y un 1,9 % en 2017. Las perspectivas generales se mantienen prácticamente inalteradas en comparación con el ejercicio de proyección anterior, si bien las perspectivas de la demanda interna han mejorado, al tiempo que las de la demanda externa han empeorado. Se espera un alza de la inflación durante el horizonte temporal de las proyecciones, hasta situarse en el 1,6 % en 2017. Las perspectivas para la inflación se han corregido ligeramente a la baja, principalmente como reflejo del descenso de los precios del petróleo.*

**Se espera que una serie de factores favorables continúen respaldando la recuperación impulsada por la demanda interna en 2016 y 2017.** La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía, como muestran la relajación adicional de las condiciones de oferta de crédito, el reciente cambio de los volúmenes de crédito y la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Los bajos niveles de los precios del petróleo deberían respaldar el consumo y la inversión; por otra parte, la demanda interna se beneficiará de una ligera relajación de la política fiscal, debido asimismo al reciente flujo de entrada de refugiados, que se espera que genere un incremento adicional del consumo público y de las transferencias a los hogares. Dado que se prevé una reducción de las necesidades de desapalancamiento del sector privado, la demanda interna se reforzará en los próximos años a través del efecto acelerador de la inversión. Por otra parte, la continuación de la mejora de los mercados laborales debería estimular el consumo. En contraste, se espera que el apoyo de la recuperación mundial a la actividad económica de la zona del euro sea más moderado, como consecuencia, principalmente, de la debilidad del crecimiento en las economías emergentes.

**La inflación medida por el IAPC aumentará hasta el 1,0 % en 2016 y el 1,6 % en 2017.** La evolución de la inflación de los precios de la energía medida por el IAPC será un factor muy importante en la determinación del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de las proyecciones. Efectos de base al alza acusados a final de año y en el segundo semestre de 2016, junto con el aumento proyectado de los precios del petróleo (en línea con los precios de los futuros) hasta 2017, se traducirán en un incremento sustancial de la inflación medida por el IAPC de los precios de la energía desde las actuales tasas de signo negativo. Asimismo, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos, se reforzará gradualmente durante el horizonte temporal considerado. Los incrementos de los salarios y de los márgenes presionarán al alza la inflación subyacente a medida que la recuperación económica cobre impulso. Por otra parte, la depreciación sustancial del tipo de cambio del euro debería seguir transmitiéndose a la inflación medida por el IAPC.

---

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos para los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo y al tipo de cambio fue el 12 de noviembre de 2015 (véase recuadro 3). La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 19 de noviembre de 2015.

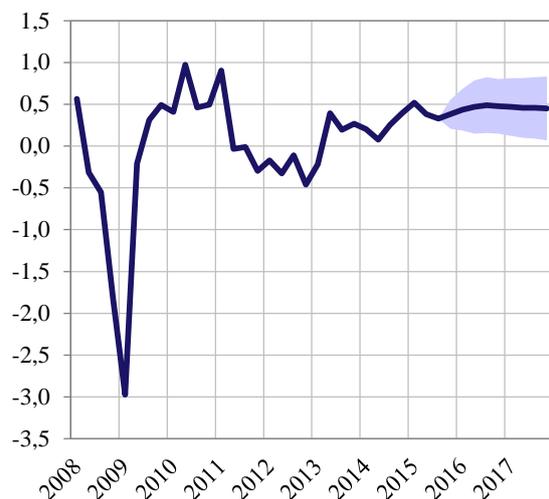
El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período comprendido entre 2015 y 2017. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013.

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

(datos trimestrales)

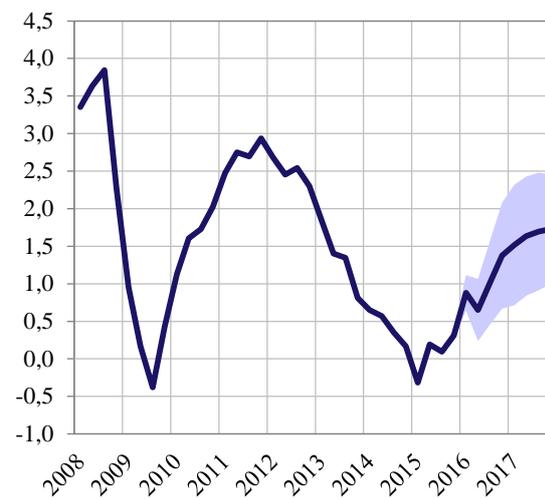
### PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>

(variaciones intertrimestrales)



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

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

## 2. ECONOMÍA REAL

**Se espera que la recuperación económica de la zona del euro siga su curso respaldada cada vez más por la demanda interna durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones.** El PIB real se incrementó en un 0,3 % en el tercer trimestre de 2015. De cara al futuro, la confianza de las empresas y los consumidores ha seguido siendo elevada en los últimos meses, lo que apunta a un crecimiento sostenido a corto plazo. Más adelante, se proyecta que una serie de factores favorables respalden el crecimiento del PIB real durante el período considerado, principalmente la orientación acomodaticia de la política monetaria, una relajación de la política fiscal, los bajos precios del petróleo y unas perspectivas de mejora gradual de la demanda interna unida a un aumento de las cuotas de mercado de las exportaciones como reflejo de la debilidad del tipo de cambio efectivo del euro.

**Se prevé que el gasto en consumo privado siga siendo el factor determinante de la recuperación.**

Durante el horizonte temporal de las proyecciones, debería observarse una aceleración de la renta nominal disponible, respaldada por la subida de los salarios en un contexto de fuerte crecimiento del empleo y de incrementos de la remuneración nominal por asalariado, además de por el aumento de otras rentas personales. Adicionalmente, el aumento de las transferencias y la rebaja de los impuestos directos incrementarían los ingresos de los hogares en 2016. Se espera que el crecimiento de la renta real disponible sea sólido en 2016 y que se debilite en 2017 como consecuencia de la subida de los precios de consumo. Los bajos costes de financiación y el incremento del patrimonio neto de los hogares, reforzados por el programa de compras de activos, deberían impulsar el consumo privado, si bien el contexto de tipos de interés reducidos influye también negativamente en la renta disponible, a través del descenso de los ingresos por intereses. En general, el crecimiento anual del consumo privado alcanzará un 1,7 %, en promedio, durante el período comprendido entre 2015 y 2017, tras una subida del 0,8 % en 2014.

**A corto plazo, la tasa de ahorro se mantendrá estable en términos generales y experimentará un ligero descenso en 2017.** De acuerdo con las proyecciones, la tasa de ahorro se incrementará ligeramente

en 2015, debido a cierto grado de inercia en el ajuste del consumo al aumento de la renta real disponible relacionada con los precios del petróleo. Se prevé que la tasa de ahorro se mantenga prácticamente inalterada en 2016 y que disminuya ligeramente en 2017. En ciertos países, se espera que los altos niveles de desempleo y de deuda bruta sigan ejerciendo ciertas presiones al alza sobre el ahorro, al tiempo que, en algunos países, el muy bajo nivel de los tipos de interés podría dar lugar a la necesidad de ahorrar adicionalmente para pensiones. Con todo, se espera que con el paso del tiempo prevalecerán una serie de presiones a la baja sobre el ahorro. En primer lugar, el consumo de los hogares debería ajustarse gradualmente al incremento de la renta disponible derivado de la caída de los precios del petróleo. En segundo lugar, la bajada 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. Por último, un nivel muy bajo de los rendimientos por intereses tiende a desincentivar el ahorro por un efecto de sustitución intertemporal.

**Se espera que la inversión en vivienda repunte en la zona del euro, aunque partiendo de un nivel muy bajo.** Los datos revisados sugieren un incremento ligeramente más intenso de la actividad de la inversión residencial en el primer semestre de 2015. De cara al futuro, la inversión en vivienda debería cobrar impulso durante el horizonte temporal considerado, respaldada por el crecimiento sostenido de la renta real disponible, por tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios y por la relajación de las condiciones de financiación, reforzadas por el programa de compras de activos. Esto debería traducirse en un crecimiento más vigoroso de los préstamos a los hogares, que beneficiaría la inversión en vivienda. Sin embargo, es probable que los altos niveles de endeudamiento de los hogares y los efectos demográficos desfavorables en algunos países de la zona del euro impidan un mayor crecimiento de la inversión en vivienda.

**La inversión empresarial cobrará impulso de forma gradual, apoyada por una mejora de las condiciones de financiación y por la recuperación cíclica.** De acuerdo con las proyecciones, la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos de aceleración en el contexto de fortalecimiento de la demanda interna y externa contemplado en las proyecciones, la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de contención de la inversión, las medidas fiscales adoptadas en algunos países y un fortalecimiento de los márgenes de beneficio, en el contexto actual de abundancia de efectivo de las empresas no financieras, respaldarán el gasto de capital. Asimismo, la presión general para el 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, en la mayoría de los países los ratios de endeudamiento en relación con el capital han descendido sustancialmente desde los niveles máximos alcanzados durante la crisis financiera y se sitúan en sus mínimos históricos. No obstante, la recuperación de la inversión empresarial seguirá viéndose frenada por las restricciones financieras que aún persisten y por los elevados niveles de endeudamiento registrados en algunos países, así como por las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado.

**La orientación de la política fiscal, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo descontado el apoyo público al sector financiero, tendrá una contribución ligeramente positiva sobre la demanda durante el horizonte temporal contemplado.** Tras la adopción de medidas discrecionales de política fiscal levemente restrictivas en 2015, se prevé una orientación más acomodaticia en 2016 y se estima que el impacto de las medidas discrecionales de política fiscal será neutral en 2017.<sup>2</sup> Se estima que la inversión pública real cobrará cierto impulso en 2016 y que se acelere en mayor medida en 2017, mientras que el consumo público crecerá a un ritmo relativamente vigoroso. La entrada de refugiados contribuirá a relajar la orientación de la política fiscal de la zona del euro (véase el recuadro 2).

**Se espera que la demanda externa de la zona del euro se vea frenada por la debilidad del crecimiento en las economías emergentes y por la baja intensidad del comercio en el crecimiento**

---

<sup>2</sup> Los supuestos relativos a la política fiscal reflejan la información incluida en las leyes presupuestarias para 2016 y otros datos relevantes disponibles a 19 de noviembre de 2015. Se incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

**mundial, aunque se estima que se recuperará gradualmente durante el horizonte de proyección (véase el recuadro 1).** La demanda exterior se fortalecerá progresivamente durante el horizonte de proyección, aunque a un ritmo más lento, debido a la debilidad del crecimiento de las importaciones en las economías emergentes. Según las proyecciones, se situará en un nivel muy inferior al observado antes de la crisis, reflejando la ralentización de la actividad mundial y la menor elasticidad del comercio internacional al crecimiento, especialmente en las economías emergentes.

**El crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro debería incrementarse durante el horizonte temporal de las proyecciones.** El crecimiento de las exportaciones fuera de la zona del euro será más vigoroso que el de la demanda externa, y las exportaciones se beneficiarán de los efectos retardados de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y del aumento de la competitividad. Se espera que el crecimiento de las importaciones de fuera de la zona del euro se mantenga relativamente contenido durante el horizonte temporal considerado, como reflejo de una composición de la demanda total en la que predominan los componentes de gasto con bajo contenido de importaciones como el consumo público y privado. El superávit de la balanza por cuenta corriente pasará del 2,4 % del PIB en 2014 a un 3,0 % en 2015 y se reducirá hasta un 2,9 % en 2016 y un 2,7 % en 2017.

**Se espera que la brecha de producción negativa se estreche, en un entorno de moderación del crecimiento del producto potencial.** Se estima que el crecimiento del producto potencial se sitúe en torno al 1 % durante el horizonte de proyección, manteniéndose claramente por debajo de su nivel anterior a la crisis. El crecimiento del PIB real se situaría por encima de su potencial, por lo que se espera que la brecha de producción negativa se estreche sustancialmente hacia el final del horizonte temporal considerado.

#### Recuadro 1

##### ENTORNO INTERNACIONAL

**La economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual, si bien el ritmo de la expansión económica sigue siendo moderado.** Los indicadores de actividad mundial y los datos nacionales disponibles apuntan a la continuación de un crecimiento mundial moderado en el tercer trimestre de 2015. A más largo plazo, la actividad mundial debería mantenerse en una senda de recuperación gradual avanzando a ritmo lento, aunque desigual, impulsada por las perspectivas de un crecimiento sostenido en las economías más avanzadas, al tiempo que las perspectivas de las economías emergentes siguen siendo contenidas en términos históricos. Los bajos precios del petróleo, las favorables condiciones de financiación, la mejora de los mercados de trabajo y de la confianza, así como la desaparición de los efectos positivos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal deberían reforzar las perspectivas de las economías avanzadas. En contraste, las perspectivas a medio plazo para las economías emergentes son más dispares. Mientras que el fortalecimiento de la demanda en las economías avanzadas debería contribuir a un repunte de la actividad económica, los obstáculos estructurales y los desequilibrios macroeconómicos de algunas de las principales economías emergentes siguen lastrando las perspectivas de crecimiento en estos países. Asimismo, algunos se están ajustando a unos precios más bajos de las materias primas y a unas condiciones más restrictivas de financiación externa en previsión de la normalización de la política monetaria estadounidense, al tiempo que la incertidumbre política sigue siendo elevada en algunos de ellos. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento mundial (excluida la zona del euro) aumentará gradualmente desde un 3,1 % en 2015 hasta un 3,6 % en 2016 y un 3,9 % en 2017. Esto implica una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para 2015 y de 0,2 puntos porcentuales para 2016 en comparación con las proyecciones publicadas en septiembre.

**El comercio mundial fue extremadamente débil en el primer semestre de 2015, pero se espera que se fortalezca gradualmente.** Los datos de comercio mundial relativos al primer semestre de 2015 se han revisado significativamente a la baja y ahora muestran una contracción más acusada. Mientras que la considerable caída de las importaciones observada en Rusia y Brasil durante este período puede explicarse parcialmente por la reducción de la demanda interna y la depreciación del tipo de cambio, la

evolución de otras economías (incluidos el Reino Unido, Japón y China) parece reflejar sobre todo ruido en los datos de comercio. Los recientes indicadores de comercio sugieren cierta estabilización en el tercer trimestre de 2015, pero, a corto plazo, es probable que prevalezca una frágil dinámica general. A más largo plazo, se prevé que el comercio mundial se fortalezca gradualmente, en línea con la recuperación de la actividad, aunque claramente no recuperará la dinámica observada antes de la crisis financiera. En general, 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 la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el -0,1 % en 2015 hasta el 2,7 % en 2016 y el 3,8 % en 2017. En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, esto representa una revisión a la baja de 1,6 puntos porcentuales en 2015, 0,7 puntos porcentuales en 2016 y 0,3 puntos porcentuales en 2017.

## Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Diciembre 2015				Septiembre 2015			Revisiones desde septiembre de 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,1	3,6	3,9	3,2	3,8	4,0	-0,1	-0,2	0,0
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,2	0,5	2,9	3,8	1,4	3,3	4,1	-0,9	-0,5	-0,3
Demanda exterior de la zona del euro <sup>2)</sup>	3,3	-0,1	2,7	3,8	1,5	3,3	4,1	-1,6	-0,7	-0,3

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

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

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

**La mejora de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro continuará durante el período analizado.** Se prevé que el empleo mantenga su fuerte impulso en el segundo semestre de 2015 y continúe creciendo en 2016 y 2017, debido principalmente a la recuperación económica, los incentivos fiscales adoptados en algunos países, la moderación salarial, las reformas laborales anteriores y la integración gradual de los refugiados en los mercados de trabajo. El número de horas trabajadas por persona ocupada se incrementará ligeramente durante el período considerado, aunque se mantendrá muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Esta evolución del empleo implica un repunte del crecimiento de la productividad del trabajo, que pasaría del 0,3 % en 2014 al 0,9 % en 2017, en línea con su tradicional patrón procíclico. Se espera que la población activa crezca de manera más acusada de lo previsto anteriormente –un 0,5 % tanto en 2016 como en 2017, tras registrar tasas de crecimiento anual del 0,2 % en 2014 y 2015–, como consecuencia del flujo continuo de refugiados (véase recuadro 2) y de la desaparición gradual de los efectos disuasorios. Según las proyecciones, la tasa de paro se reducirá hasta el 10,1 % en 2017, nivel aún muy superior al registrado antes de la crisis (7,5 % en 2007).

**En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre de 2015, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente inalteradas.** Una pequeña revisión al alza en 2015 refleja principalmente un resultado más sólido para el segundo trimestre de 2015. Las perspectivas para 2016 y 2017, que apenas se han modificado, reflejan dos factores compensatorios: por una parte, unas perspectivas de mayor resistencia del consumo privado y un consumo público más elevado, como consecuencia, entre otros factores, de las medidas fiscales adoptadas en respuesta al flujo de refugiados y, por otra parte, un empeoramiento de las perspectivas para las exportaciones debido al descenso de la demanda exterior.

## Recuadro 2

### EL IMPACTO DEL FLUJO DE REFUGIADOS EN LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

**La zona del euro está registrando actualmente un flujo de refugiados sin precedentes.** Según el Alto Comisionado de las Naciones Unidas para los Refugiados (ACNUR), unos 850.000 refugiados habían cruzado el Mediterráneo a finales de noviembre de 2015, un flujo muy superior al observado durante la crisis de los Balcanes a principios de los años noventa. En comparación con las proyecciones publicadas en junio de 2015, en las actuales se ha supuesto que es probable que antes del final de 2017 lleguen a la zona del euro unos 2,4 millones de refugiados más (menos del 1 % de la población de la zona del euro).

**La valoración del impacto del flujo de refugiados sobre la economía real y las finanzas públicas está asociada a una gran incertidumbre.** El número de refugiados y su cualificación profesional aún no están claros, y el número de familiares que llegará posteriormente es prácticamente imprevisible. Su distribución en los países de la zona tampoco está clara. Por otra parte, las políticas nacionales de asilo, que tienen consecuencias macroeconómicas y presupuestarias, se encuentran en proceso de ajuste.

**El impacto macroeconómico por el lado de la oferta dependerá de forma crucial de su participación en el mercado de trabajo y de la rapidez con que se incorporen a dicho mercado.** Por lo general, la entrada al mercado de trabajo formal del país de acogida es un proceso lento para los refugiados. En primer lugar, necesitan obtener asilo y, en ocasiones, permiso de trabajo, aprender el idioma y que les sean reconocidas sus capacidades profesionales. Aunque, debido a restricciones de carácter jurídico y práctico, en la zona del euro se tarda, en promedio, un mínimo de seis meses en acceder al mercado de trabajo, existen importantes diferencias entre países y en la realidad muchos refugiados pueden tardar varios años en encontrar un trabajo estable. En el escenario base para la zona del euro se ha supuesto que los refugiados son predominantemente jóvenes y que compiten con los trabajadores de la zona en el extremo inferior de la distribución de capacidades y salarios. Asimismo, se ha supuesto que solo alrededor de un cuarto de todos los refugiados se habrán incorporado a la población activa al final del horizonte de la proyección.

**El impacto macroeconómico del flujo de refugiados a corto y medio plazo actúa a través de los canales de oferta y demanda.** Inicialmente, una perturbación de demanda positiva a través de un mayor consumo tanto público como privado aumentaría los precios y el producto, con el respaldo de unos ahorros relativamente reducidos y la elevada propensión de los refugiados a consumir. La magnitud de esta perturbación podría depender también de la cuantía de las remesas que envían los refugiados a sus países de origen. Al mismo tiempo, en algunos países, la economía podría verse afectada negativamente por el deterioro de la confianza entre consumidores y empresas. Esto podría reflejar la preocupación por que la integración de los refugiados perjudique las perspectivas laborales de los ciudadanos de la zona del euro —en la medida en que los refugiados no acepten vacantes no cubiertas— y que el turismo en los países del sur de Europa que están recibiendo un gran número de refugiados pueda verse afectado negativamente. A medida que algunos refugiados accedan al mercado de trabajo, la remuneración por asalariado y la productividad podrían verse frenadas como consecuencia del número creciente de trabajadores menos cualificados y con salarios más bajos. No obstante, a corto plazo, la inflación podría aumentar en comparación con un escenario base que no incluye el efecto de los nuevos refugiados, como resultado de una mayor demanda interna, una menor productividad y una subida de los precios de la vivienda en alquiler. Posteriormente, la tendencia al alza de la oferta de trabajo y del empleo podría dar lugar a un crecimiento adicional a través de un consumo privado y una inversión en vivienda más vigorosos. Además, a más largo plazo, el crecimiento del producto potencial podría verse beneficiado.

**El impacto sobre el empleo, el producto y los precios es distinto en los diferentes países y, en general, es probable que sea moderado en el escenario base de la zona del euro. Sin embargo, los efectos presupuestarios serán considerables.** Se estima que el impacto presupuestario del flujo de refugiados se derive del gasto público en alimentos y alojamiento, transferencias de efectivo a los refugiados y, en menor medida, de un mayor consumo público relacionado, entre otras variables, con el gasto en educación, sanidad e integración en general. Los efectos presupuestarios a corto plazo esperados reflejan el hecho de que, pese a algunos indicios de necesidades de vivienda adicionales, no existe evidencia de que se haya registrado un aumento considerable de la inversión pública adicional. Se espera

que el flujo de refugiados contribuya a una mayor relajación de la orientación fiscal, en comparación con las proyecciones anteriores. Se prevé que el impacto presupuestario sobre las finanzas públicas se observe a lo largo de todo el horizonte de las proyecciones en los países que se han visto más afectados. A excepción de unos pocos países en los que se proyecta que los costes (limitados) adicionales derivados de acoger a los refugiados se cubran mediante una nueva priorización del gasto o recurriendo a las reservas, se estima que tales costes incrementarán los déficits públicos, toda vez que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ofrece alguna flexibilidad a este respecto. A largo plazo, el efecto presupuestario podría ser más favorable, dependiendo fundamentalmente del momento en que los refugiados accedan al mercado de trabajo y del número de refugiados que se incorpore.

### Recuadro 3

#### 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 septiembre, las variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en dólares, una ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y una bajada de los tipos de interés en la zona del euro.**

**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 12 de noviembre de 2015, fecha límite de recepción de 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 0,0 % en 2015, del -0,2 % en 2016 y del -0,1 % en 2017. 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 2015, del 1,4 % en 2016 y del 1,7 % en 2017.<sup>1</sup> Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés 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 se mantengan prácticamente estables en 2016 y se incrementen moderadamente en 2017. 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 12 de noviembre, fecha de cierre de los datos, se ha supuesto que el precio del barril de Brent se incrementará desde el nivel vigente entonces de 45 dólares, hasta los 52,2 dólares en 2016 y los 57,5 en 2017. Los supuestos contemplan que los precios de las materias primas no energéticas en dólares seguirán una senda ascendente.<sup>2</sup> Se ha supuesto que los tipos de cambio bilaterales se mantendrán sin cambios durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en el período de dos semanas hasta el 12 de noviembre, fecha de cierre de los datos. Esto implica un tipo de cambio de 1,09 dólares por euro durante el período considerado.

## Supuestos técnicos

	Diciembre 2015				Septiembre 2015			Revisiones desde septiembre de 2015 <sup>1)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euribor a tres meses (en porcentaje anual)	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	2,0	1,2	1,4	1,7	1,3	1,6	1,8	-0,1	-0,2	-0,1
Precio del petróleo (en USD por barril)	98,9	53,8	52,2	57,5	55,3	56,1	60,9	-2,7	-6,9	-5,6
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-8,6	-18,7	-5,2	4,1	-19,7	-4,6	4,4	1,0	-0,7	-0,4
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,11	1,09	1,09	1,11	1,10	1,10	0,3	-1,0	-1,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	2,4	-7,1	0,1	0,0	-7,8	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0

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

- 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 mantendrán constantes durante el período considerado.
- 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 último trimestre de 2016 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

### 3. PRECIOS Y COSTES

**La inflación medida por el IAPC se ha mantenido próxima a cero en los últimos meses.** El bajo nivel de inflación medida por el IAPC refleja una intensificación de las presiones a la baja derivadas de los precios de la energía, relacionadas con la caída más reciente de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC excluida la energía ha aumentado ligeramente en los últimos meses, como consecuencia de los incrementos registrados en las tasas de inflación de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos. La tasa de inflación de estos últimos se ha visto empujada al alza por la fuerte depreciación del euro. Por el contrario, a pesar de cierta volatilidad, la tasa de variación de los precios de los servicios se ha mantenido prácticamente inalterada debido a la moderación de las presiones sobre los costes internos.

**La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 0,1 % en 2015, y repuntará hasta el 1,0 % en 2016 y el 1,6 % en 2017.** Se espera que la inflación de la energía medida por el IAPC afecte considerablemente al perfil de inflación media por el IAPC durante el horizonte contemplado. Se prevé que los significativos efectos de base al alza y el aumento de los precios del petróleo supuesto (según los mercados de futuros) darán lugar a un incremento sustancial de la inflación de la energía medida por el IAPC hasta 2017. La inflación medida por el IAPC, excluida la energía, se fortalecerá gradualmente en consonancia con el aumento de las presiones sobre los costes internos a medida que se estreche la brecha de producción. También se esperan efectos alza sobre la inflación medida por el IAPC excluida la energía, derivados de la importante depreciación del euro y de los efectos indirectos de la subida supuesta de los precios de las materias primas durante el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se proyecta que el impacto de los precios administrados y de los cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación siga siendo limitado.

**La depreciación del euro, los efectos de base al alza relacionados con los precios del petróleo y los aumentos de los precios de las materias primas supuestos serán algunos de los principales factores determinantes del repunte de la inflación a lo largo del horizonte contemplado.** Tras años de presiones a la baja sobre los precios procedentes del entorno exterior, se prevé que los precios de las importaciones registren un aumento y se sumen al incremento de la inflación medida por el IAPC durante el período considerado. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones pasará del -2,0 % en 2015 al 0,4 % en 2016 y al 1,8 % en 2017. Un factor fundamental determinante de estos aumentos es el considerable debilitamiento del tipo de cambio del euro, cuya transmisión a los precios internos a través de los precios de las importaciones es habitualmente lento y se espera que afecte a los precios internos también en 2016 y 2017. Además, los precios de las materias primas energéticas y no energéticas harán crecer las importaciones y la inflación de los precios de consumo durante el horizonte contemplado.

**El aumento de las presiones internas sobre los precios también contribuirá a la subida de la inflación medida por el IAPC especialmente hacia el final del horizonte de proyección.** La continuación esperada de la recuperación económica y el fortalecimiento de la demanda deberían reflejarse en mejoras adicionales en las condiciones de los mercados de trabajo y en la capacidad de fijación de precios de las empresas. En este entorno, se espera un repunte de los salarios y de los márgenes de beneficio que aumentará las presiones internas sobre los precios.

**La menor atonía del mercado de trabajo dará lugar a una intensificación del crecimiento de la remuneración nominal por asalariado.** Sin embargo, se prevé que el crecimiento de los salarios continúe siendo relativamente moderado. Entre los factores que están frenando el aumento de la remuneración por asalariado durante la actual recuperación económica se incluyen el grado de atonía que aún existe en los mercados de trabajo y el actual entorno de baja inflación. También se prevé que los actuales procesos de ajuste destinados a incrementar la competitividad en términos de precios en algunos países de la zona del euro tengan un efecto moderador sobre el crecimiento de los salarios. Asimismo, las reformas estructurales de los mercados de trabajo llevadas a cabo durante la crisis, y posiblemente también una contención salarial acumulada como consecuencia de las rigideces a la baja que limitaban los salarios nominales durante la crisis, son factores que podrían impedir el repunte del crecimiento de los salarios durante la actual recuperación. El aumento de los costes laborales unitarios seguirá fluctuando hasta principios de 2017 en torno a los bajos niveles registrados recientemente, ya que la proyectada aceleración cíclica de la productividad compensará la trayectoria de crecimiento gradual de los salarios. Más adelante, una estabilización del aumento de la productividad junto con un nuevo repunte del crecimiento salarial reforzarán el incremento de los costes laborales unitarios en 2017.

**Se espera que los márgenes de beneficio crezcan a medida que continúe la recuperación.** Mejoras de demanda adicionales y una menor atonía económica favorecerán la capacidad de fijación de precios de las empresas y la continuación de la recuperación recientemente observada en los márgenes durante el horizonte temporal considerado. Las ganancias extraordinarias relacionadas con las notables caídas de los precios del petróleo y de las materias primas registradas anteriormente y con la depreciación del euro, debidas a las estrategias de fijación de precios basadas en el mercado aplicadas por los exportadores, han contribuido a la reciente recuperación de los beneficios. En cambio, se espera que las reformas estructurales de los mercados de productos adoptadas durante y después de la crisis tengan un impacto moderador sobre los márgenes, pues se estima que han hecho aumentar el grado de competencia en algunos mercados. En general, tras unos años de prolongada debilidad, se prevé que los márgenes se recuperen durante el horizonte temporal considerado y que aumenten en torno a un 0,5 % anual en promedio entre 2015 y 2017.

**En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja.** Esta revisión es reflejo del debilitamiento de las presiones externas sobre los precios relacionado con unos precios del petróleo más bajos de lo previsto.

#### 4. PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

**Se proyecta una mejora del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas.** La recuperación gradual del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se debe, en parte, a una mejora cíclica y, en parte, a un descenso del gasto por intereses, mientras que el saldo primario estructural experimentará un deterioro en 2016 y se mantendrá estable en 2017. Se estima que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB comenzará a descender a partir de 2015.

**En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las perspectivas de las finanzas públicas se han mantenido prácticamente sin cambios.** El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas se ha revisado levemente al alza para 2015 y ligeramente a la baja para 2017, como consecuencia de cambios en la consolidación fiscal. La trayectoria de la deuda es más positiva a lo largo del horizonte de proyección, debido a un crecimiento más favorable del diferencial de tipos de interés y a un efecto positivo del ajuste entre déficit y deuda.

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

(tasas de variación interanual)

	Diciembre 2015				Septiembre 2015			Revisiones desde septiembre de 2015 <sup>2)</sup>		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real <sup>3)</sup>	0,9	1,5	1,7	1,9	1,4	1,7	1,8	0,1	0,0	0,0
		[1,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,9] <sup>4)</sup>	[1,3 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,0] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	0,8	1,6	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	-0,1	0,2	0,0
Consumo público	0,8	1,4	1,2	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3
Formación bruta de capital fijo	1,3	2,3	2,8	3,8	2,1	3,4	3,9	0,2	-0,7	-0,1
Exportaciones <sup>5)</sup>	4,1	4,8	4,0	4,8	4,5	4,9	5,2	0,4	-0,8	-0,4
Importaciones <sup>5)</sup>	4,5	5,3	4,8	5,3	4,7	5,4	5,7	0,6	-0,7	-0,4
Empleo	0,6	1,0	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,2	0,3	0,1
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,6	11,0	10,5	10,1	11,0	10,6	10,1	-0,1	-0,1	0,0
IAPC	0,4	0,1	1,0	1,6	0,1	1,1	1,7	0,0	-0,2	0,0
		[0,1 - 0,1] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,5] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>4)</sup>	[0,0 - 0,2] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>4)</sup>			
IAPC excluida la energía	0,7	0,9	1,3	1,5	0,9	1,3	1,6	0,0	-0,1	-0,1
IAPC excluidos la energía y los alimentos	0,8	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	-0,1	-0,1	0,0
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6)</sup>	0,7	0,8	1,3	1,6	0,9	1,4	1,6	0,0	-0,1	0,0
Costes laborales unitarios	1,1	0,9	0,9	1,2	1,0	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,1
Remuneración por asalariado	1,4	1,4	1,5	2,1	1,6	1,6	2,1	-0,2	0,0	0,0
Productividad del trabajo	0,3	0,5	0,7	0,9	0,7	1,0	1,0	-0,1	-0,3	-0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-1,7	0,1	0,0	-0,1
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) <sup>7)</sup>	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	0,1	0,0	-0,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	92,1	91,1	90,1	88,9	91,6	90,7	89,4	-0,5	-0,7	-0,5
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	2,4	3,0	2,9	2,7	3,0	2,9	2,7	0,0	0,0	0,0

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Lituania, excepto el dato del IAPC para 2014. Las tasas medias de variación anuales del IAPC para 2015 se basan en una composición de la zona del euro en 2014 que ya incluye a Lituania.

2) Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

3) Datos ajustados por días laborables.

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

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

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

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

#### Recuadro 4

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

**Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales.** Puesto 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 los precios del petróleo y los tipos de cambio, y la sensibilidad de las proyecciones a esas variables.

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

**Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran que en 2016 y 2017 esos precios serán algo más elevados de lo que indican 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 de dichos precios durante el horizonte temporal considerado (véase recuadro 3). Esta trayectoria es compatible con una leve recuperación de la demanda mundial de petróleo derivada del afianzamiento de la economía mundial y con una ligera reducción del crecimiento de la oferta de petróleo. Los modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE<sup>1)</sup> para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de las proyecciones sugieren actualmente un incremento ligeramente mayor que el contemplado en los supuestos técnicos. Este incremento sería coherente con una recuperación aún más sólida de la demanda mundial de petróleo a medio plazo y/o con una moderación más acusada del crecimiento de su oferta atribuible a una menor inversión en el sector petrolífero y, por tanto, a un descenso de la capacidad de explotación en algunos países, en respuesta a la reciente caída de los precios del petróleo. El impacto de esta trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo aumentarían a un ritmo ligeramente más intenso y serían un 5,8 % más elevados que en el escenario de referencia para 2017, reduciría ligeramente el crecimiento del PIB real en 0,1 puntos porcentuales en 2017 y se traduciría en un crecimiento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC en 2016 y 2017, de unos 0,1 puntos porcentuales en ambos años.

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

**Existen riesgos tanto al alza como a la baja para la trayectoria del tipo de cambio efectivo del euro.** Los riesgos a la baja se derivan principalmente de la creciente divergencia entre la orientación de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. En particular, un mayor grado de acomodación monetaria en la zona del euro y un aumento del tipo de referencia de los fondos federales en Estados Unidos podrían ejercer presiones a la baja adicionales sobre el euro. En cambio, los riesgos al alza para el tipo de cambio del euro podrían obedecer a una mayor preocupación respecto al crecimiento de las economías emergentes, y particularmente de China. El consiguiente incremento de la volatilidad de los mercados podría dar lugar a una apreciación del euro debida a la cancelación de grandes posiciones de *carry-trade*.

**Para ilustrar los riesgos para las proyecciones, este análisis de sensibilidad incluye dos trayectorias alternativas del tipo de cambio del euro.** 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 12 de noviembre de 2015. Esta trayectoria implica una depreciación

gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 0,99 en 2017, que es un 8,1 % 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 1,18 en 2017, un 8,9 % por encima del considerado en el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-38) reflejan 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 en torno al 52 %. En caso de depreciación, esto da lugar a una divergencia gradual a la baja del TCEN-38 respecto al escenario base, hasta un nivel un 4,3 % inferior al escenario base en 2017. En caso de apreciación, la divergencia implícita al alza del TCEN-38 alcanza un nivel un 4,5 % superior al escenario base en 2017.

**En ambos escenarios, los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por los expertos apuntan a impactos relativamente importantes en el crecimiento del PIB real y en la inflación medida por el IAPC en 2016 y 2017.** Los resultados de la depreciación del euro apuntan a una subida de la inflación medida por el IAPC de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales en 2016 y de entre 0,3 y 0,5 puntos porcentuales en 2017, y a un mayor crecimiento del PIB real de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales en 2016 y de entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales en 2017. Con signo contrario, los resultados de la apreciación del euro son similares.

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

## 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 Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación). Como se indica en el cuadro, la mayoría de las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles no difieren demasiado de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre y están claramente dentro de sus intervalos (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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6
		[1,4-1,6]	[1,1-2,3]	[0,9-2,9]	[0,1-0,1]	[0,5-1,5]	[0,9-2,3]
Comisión Europea	Noviembre 2015	1,6	1,8	1,9	0,1	1,0	1,6
OCDE	Noviembre 2015	1,5	1,8	1,9	0,1	0,9	1,3
Barómetro de la Zona del Euro	Noviembre 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2015	1,5	1,8	1,6	0,1	1,1	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Noviembre 2015	1,5	1,7	1,8	0,1	1,0	1,5
FMI	Octubre 2015	1,5	1,6	1,7	0,2	1,0	1,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2015; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2015; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2015; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las

previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2015

Dirección postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

<http://www.ecb.europa.eu>

Todos los derechos reservados.

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