



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE MARZO DE 2015 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO¹

1. PERSPECTIVAS PARA LA ZONA DEL EURO: RESUMEN Y ASPECTOS PRINCIPALES

La recuperación económica mostró cierta mejora gradual en el segundo semestre de 2014 y, de cara al futuro, se proyecta que varios factores respalden la actividad en la zona del euro. En primer lugar, la pronunciada caída de los precios del petróleo se traducirá en un considerable aumento de la renta real disponible, y se espera que los hogares gasten una parte importante de esas ganancias. En segundo lugar, en el período abarcado por las proyecciones, la actividad en la zona del euro se verá favorecida cada vez más por el fortalecimiento gradual de la demanda exterior y por los efectos de la depreciación del euro.

Las recientes medidas de política económica adoptadas por el Consejo de Gobierno también apoyarán significativamente la actividad a corto y a medio plazo. La demanda interna y, especialmente, la formación de capital fijo se beneficiarán de la orientación acomodaticia de la política monetaria y, en particular, del programa ampliado de compra de activos del BCE. Las recientes medidas de política monetaria no convencionales apoyarán la demanda interna como resultado de su impacto en los tipos de interés, en el tipo de cambio del euro y en el precio de los activos, así como a través de otros importantes canales financieros (véase el recuadro 1).

Otros factores internos respaldarán la actividad en el horizonte temporal considerado. La demanda interna debería beneficiarse de cierta mejora de las condiciones en la oferta de crédito, como indican los resultados de la reciente encuesta sobre préstamos bancarios, que muestran una relajación neta de los criterios de concesión de préstamos. El lastre para la inversión empresarial derivado de la necesidad de desapalancamiento de las empresas también ha disminuido. Asimismo, se espera que la orientación de la política fiscal siga siendo neutral en el período abarcado por las proyecciones.

Sin embargo, el impacto negativo de algunos otros factores probablemente se reduzca solo de forma gradual. En contraste con el sector empresarial, los hogares privados y el sector de las administraciones públicas aún no han mostrado un cambio de tendencia significativo en sus ratios de endeudamiento. Asimismo, la evolución de los mercados de trabajo, aunque está mejorando en general, seguirá viéndose ensombrecida por las elevadas tasas de desempleo, particularmente en algunos países sometidos a tensiones. Las preocupaciones por el potencial de crecimiento a largo plazo y los niveles aún amplios de capacidad productiva sin utilizar en algunos países también seguirán frenando el gasto de inversión.

En general, el crecimiento del PIB real repuntará desde el 0,9 % en 2014 hasta el 1,5 % en 2015, el 1,9 % en 2016 y el 2,1 % in 2017. En contraste, la evolución del producto potencial seguirá siendo bastante modesta, debido a que la contribución del trabajo y del capital continúa siendo débil a causa del elevado desempleo estructural tras una larga fase de escasa inversión. Ello implica que la brecha de producción negativa estimada se reducirá durante el horizonte de las proyecciones.

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 últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 20 de febrero de 2015.

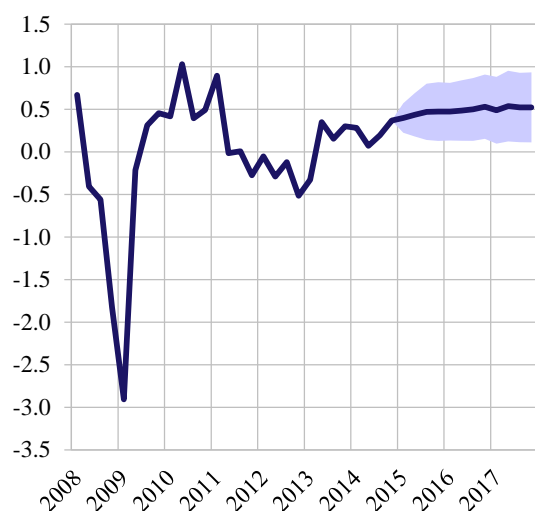
El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2015-2017. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas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

Gráfico 1 Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

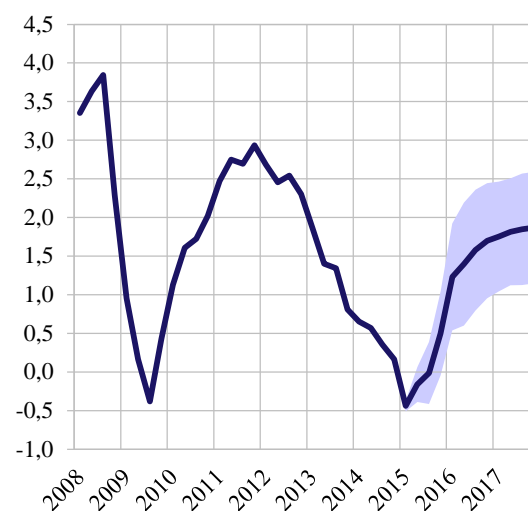
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

Como reflejo principalmente de la caída de los precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC ha registrado tasas negativas en los últimos meses. La depreciación del euro apenas compensó el fuerte descenso de los precios del petróleo en dólares estadounidenses. La inflación de otros componentes del IAPC también se ha reducido ligeramente en los últimos meses.

La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en un nivel igual a cero en 2015, pero aumentará hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. La baja tasa de inflación medida por el IAPC en 2015 refleja una importante contribución negativa de la inflación de los precios de la energía medida por el IAPC. Sin embargo, las presiones a la baja de los precios de la energía sobre la inflación medida por el IAPC se moderarán hacia finales de 2015, a medida que los anteriores descensos de los precios de la energía desaparezcan gradualmente de la tasa de variación interanual y en el supuesto de que los precios del petróleo aumenten durante el horizonte considerado, en consonancia con la pendiente positiva de la curva de futuros sobre los precios del petróleo. Como resultado de estos factores, los precios de la energía influirán positivamente en la inflación medida por el IAPC en 2016 y 2017.

Aunque gran parte de las oscilaciones de la tasa de inflación entre 2015 y 2016 se explican probablemente por el cambio de tendencia de los precios de la energía, la inflación medida por el IAPC excluida la energía también aumentará a medida que la economía se recupere. Esto se debe a la considerable reducción esperada de la brecha de producción negativa, lo que también se refleja en un crecimiento más vigoroso tanto de los márgenes de beneficio como de la remuneración por asalariado. Asimismo, el alza de los precios de las materias primas no energéticas, los efectos indirectos de la subida de los precios del petróleo y los efectos retardados de la depreciación del euro también contribuirán al aumento de la inflación medida por el IAPC excluida la energía.

Recuadro 1

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

Desde la fecha de cierre de las proyecciones publicadas en diciembre de 2014, ha habido dos novedades en relación con las medidas no convencionales adoptadas por el BCE. La primera fue la adjudicación el 11 de diciembre de 2014 de aproximadamente 130 mm de euros en la segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). El total adjudicado en las dos subastas realizadas, en las que las entidades de crédito podían tomar prestada una asignación inicial, asciende a unos 212 mm de euros. Aún hay programadas otras seis operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico. La segunda novedad fue la decisión del Consejo de Gobierno de 22 de enero de 2015 de iniciar el programa de compra de activos, que también incluye los programas existentes de compras de bonos de titulización de activos y de bonos garantizados. Las compras mensuales ascenderán a un total de 60 mm de euros. Está previsto que estas operaciones continúen hasta final de septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que se produzca un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con el objetivo del Consejo de Gobierno de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo.

Estas dos novedades han llevado a reconsiderar el enfoque habitualmente aplicado en ejercicios de proyección anteriores para que tenga en cuenta el impacto de las medidas de política monetaria no convencionales sobre las perspectivas macroeconómicas. Hasta ahora, el enfoque captaba el impacto macroeconómico de estas actuaciones no convencionales solo en la medida en que ya hubieran influido en los supuestos técnicos financieros basados en el mercado (véase el recuadro 3 para más información), utilizados en el marco estándar de modelización de las proyecciones a la fecha de cierre. Aunque este enfoque conlleva el riesgo de ignorar canales de transmisión que no son captados plenamente por el marco de modelización estándar, se consideraba idóneo debido a la incertidumbre sobre el volumen de liquidez del banco central generado por las medidas de política monetaria no convencionales. Sin embargo, a la luz de las últimas decisiones, se dispone de más información sobre el volumen de liquidez del banco central que probablemente generen estas medidas, lo que hace posible una evaluación más precisa del impacto de las medidas en las perspectivas macroeconómicas.

Por tanto, el enfoque seguido en anteriores ejercicios de proyección se ha complementado ahora incluyendo el impacto adicional de esas medidas a través de canales de transmisión, como el reequilibrio de las carteras, ciertas expectativas y efectos de retroalimentación entre la economía real y el sector financiero, que el marco de modelización estándar utilizado en los ejercicios de proyección normalmente no capta. El impacto procedente de los canales de transmisión financiera adicionales sobre las perspectivas macroeconómicas se ha calibrado con herramientas econométricas que los modelizan explícitamente. Como resultado, el ejercicio de proyección de marzo de 2015 incluye una valoración más global del impacto de las medidas de política monetaria no convencionales sobre las perspectivas macroeconómicas.

2. ECONOMÍA REAL

El crecimiento del gasto en consumo privado seguirá siendo un factor determinante de la recuperación de la actividad. El consumo privado cobró impulso durante 2014, beneficiándose del crecimiento de la renta real disponible derivado del mayor dinamismo de los salarios y de las rentas no salariales así como del descenso de los precios de la energía. Estos factores también deberían impulsar el crecimiento de la renta real disponible a corto plazo. Por otra parte, las rentas salariales se incrementarán en un contexto de mayor crecimiento del empleo y de los salarios, mientras que otras rentas personales también aumentarán a medida que la economía en general se recupere. El aumento del patrimonio neto de los hogares —reflejo de las subidas de los precios de los activos financieros en 2015 y de las mejoras adicionales en los mercados de la vivienda en el período 2016-2017—, así como los bajos costes de financiación y la relajación de las condiciones de financiación con el notable apoyo del programa de compra de activos, junto con una evolución de los préstamos a los hogares más dinámica, también

deberían respaldar el consumo privado. En conjunto, el crecimiento anual del consumo privado se situará en un promedio del 1,7 % durante el horizonte de proyección.

La curva de la tasa de ahorro tendrá forma de U invertida. La tasa de ahorro experimentará un aumento inicial en 2015, seguido de un descenso, debido fundamentalmente al ahorro inicial de una parte importante de las ganancias derivadas de la bajada de los precios del petróleo. Aparte de este factor temporal, la tasa de ahorro media se mantendrá prácticamente invariable debido a efectos de signo contrario. Por un lado, el nivel muy bajo de los rendimientos tiende a desincentivar el ahorro, y la mejora de la confianza de los consumidores, junto con una disminución gradual del desempleo, podrían debilitar el ahorro por motivos de precaución. Además, los hogares podrían aumentar sus compras importantes anteriormente aplazadas, lo que reduciría la tasa de ahorro. Por otro, las continuadas presiones para el desapalancamiento en un contexto de ratios de deuda de los hogares que apenas han variado aún —en proporción a la renta disponible nominal— seguirán ejerciendo cierta presión al alza sobre los ahorros.

Las perspectivas de inversión en vivienda probablemente mejoren de forma gradual. Se prevé una moderada recuperación a partir de 2015, respaldada por unos tipos de interés hipotecario muy bajos en la mayoría de países, por una relajación de las condiciones de financiación con el apoyo sustancial del programa de compra de activos, por un evolución más dinámica de los préstamos a hogares y por un mayor crecimiento de la renta disponible. A medida que disminuya la necesidad de ajuste en los mercados de la vivienda en algunos países, la inversión en vivienda debería cobrar impulso. La proyección de una recuperación gradual de la inversión en vivienda se refiere a la mayoría de países, aunque su ritmo puede verse atenuado en algunos de ellos por los elevados niveles de deuda de los hogares. Sin embargo, se espera que una evolución demográfica desfavorable comience a tener un efecto moderador de la actividad en el mercado de la vivienda en algunos países hacia el final del período considerado.

La recuperación de la inversión empresarial comenzará a ganar impulso. La inversión empresarial continuó su modesta recuperación durante 2014, frenada por la abundante capacidad productiva sin utilizar y por las restricciones en la oferta de crédito que aún existen en algunos países. A medida que los efectos negativos de estos factores desaparezcán, se prevé que el fortalecimiento de la demanda interna y externa, la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de inversión débil, la orientación acomodaticia de la política monetaria, respaldada por las recientes medidas no convencionales y especialmente por el programa de compra de activos, y el fortalecimiento de los márgenes de beneficio impulsen el gasto de capital. Asimismo, la presión general para el desapalancamiento de las empresas en la zona del euro se redujo en 2014 y debería, en el horizonte de proyección, ser menos limitadora de la inversión empresarial que en el pasado. No obstante, los niveles de endeudamiento empresarial siguen siendo elevados en algunos países, lo que impide una aceleración aún mayor de la inversión empresarial.

La demanda exterior de la zona del euro repuntará moderadamente a medida que la actividad mundial se recupere (ver recuadro 2), apoyando un fortalecimiento de las exportaciones a países fuera de la zona del euro. La demanda exterior aumentará en el período abarcado por las proyecciones, aunque en distintos grados según el país, viéndose algunos países de la zona del euro más afectados que otros por su exposición a Rusia y a la región de la CEI. Al mismo tiempo, las cuotas de los mercados de exportación se incrementarán en cierta medida, debido a ganancias de competitividad. Como reflejo del fortalecimiento de la demanda total en la zona del euro, las importaciones de fuera de la zona se incrementarán gradualmente. En conjunto, las exportaciones netas contribuirán de forma positiva, aunque modesta, al crecimiento del PIB real. Dado el empeoramiento de la balanza comercial, el actual superávit de la balanza por cuenta corriente probablemente se reduzca en cierta medida, hasta situarse en el 2,4 % del PIB en 2017.

Recuadro 2

ENTORNO INTERNACIONAL

La economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará durante el horizonte temporal considerado, desde un 3,6 % en 2014 hasta un 3,8 % en 2015, y hasta un nivel ligeramente superior al 4 % en el período en 2016-2017.

Los indicadores mundiales y los datos disponibles por países apuntan a una moderación del crecimiento a finales de 2014, aunque se espera que la actividad siga siendo relativamente sólida.

De cara al futuro, la actividad mundial prosigue su recuperación gradual. Las perspectivas mundiales vienen determinadas por una serie de factores favorables, que incluyen: i) el importante descenso de los precios del petróleo, que se considera debido fundamentalmente a factores de oferta y que debería tener un impacto en general positivo sobre la actividad mundial; y ii) la recuperación sostenida en curso y unas perspectivas sólidas en Estados Unidos. Sin embargo, también existen algunos factores adversos, como: i) las repercusiones negativas de la doble perturbación derivada de las sanciones económicas y de la caída de los precios del petróleo en la economía rusa; ii) las bruscas fluctuaciones de los tipos de cambio, debidas en parte a unas políticas monetarias cada vez más divergentes; y iii) la decepcionante evolución del crecimiento en algunas economías emergentes, que dan lugar a revisiones a la baja de su crecimiento potencial.

Como reflejo de los factores que determinan las perspectivas mundiales, la recuperación mundial se caracteriza por una evolución desigual entre las economías avanzadas y emergentes. Las economías avanzadas seguirán beneficiándose de la atenuación de los factores adversos, incluido un menor desapalancamiento, una moderación de la carga fiscal y una mejora de los mercados de trabajo, mientras que las dificultades estructurales no resueltas y el endurecimiento de las condiciones financieras seguirán pesando sobre el crecimiento en las economías emergentes.

El comercio mundial cobró impulso en el segundo semestre del 2014, tras un primer semestre débil.

El comercio mundial seguirá recuperándose, aunque de forma moderada, en el horizonte temporal considerado, con una elasticidad respecto a la actividad que será inferior a la observada en el período anterior a la crisis. El crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 2,9 % de 2014, hasta el 5,4 % en 2017.

Debido a influencias con efectos contrarios, tanto la actividad mundial como la demanda exterior de la zona del euro apenas han sido revisadas para 2015 y 2016 en comparación con las proyecciones publicadas en diciembre de 2014.

Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

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

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.

Se espera que las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro mejoren durante el período analizado. El empleo continuó recuperándose durante 2014, aumentando mucho más rápidamente que lo que sugieren las elasticidades históricas del empleo respecto a la actividad global, lo que probablemente refleje el impacto favorable de la anterior moderación salarial y de las recientes reformas del mercado de trabajo. Se prevé que el número de ocupados siga recuperándose. Subordinada a la actividad, la recuperación del empleo será particularmente vigorosa en los países que han aplicado reformas de sus mercados de trabajo. El número de horas trabajadas por persona se incrementará ligeramente, debido a los patrones cíclicos habituales en algunos países y a la aparición de estrangulamientos de la oferta de trabajo en otros.

La tasa de desempleo seguirá descendiendo. El número de desempleados continuará reduciéndose en unos 2,7 millones en el período abarcado por las proyecciones, situándose en su nivel más bajo desde mediados de 2009. Este descenso refleja el efecto bajista del crecimiento del empleo (de hasta 4,2 millones), que en cierta medida se ve compensado por el aumento de la población activa. La tasa de desempleo se reducirá hasta el 9,9 % en 2017, desde el 11,6 % de 2014.

Se han realizado importantes revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento desde la publicación de las proyecciones de los expertos en diciembre de 2014. Además de un efecto arrastre más positivo debido al crecimiento mayor de lo esperado del PIB real en el último trimestre de 2014, las revisiones al alza pueden atribuirse, en gran medida, al impacto favorable del descenso de los precios del petróleo, a un tipo de cambio efectivo del euro más débil y a los efectos de las recientes medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE.

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 diciembre de 2014, las variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso considerable de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en dólares, una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y una bajada de los tipos de interés a largo plazo 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 consideradas hasta el 11 de febrero de 2015. 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 0,1 % en 2015 y 2016 y del 0,2 % en 2017. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 1,2 % en 2015, del 1,4 % en 2016 y del 1,6 % en 2017. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos que las entidades aplican a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro se reduzcan ligeramente en 2015 y aumenten modestamente en 2016 y 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 cierre el 11 de febrero, se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde los 99,3 dólares en 2014, hasta 58,5 en 2015, y aumente hasta 66,8 en 2016 y 70,7 en 2017. Se espera que los precios de las materias primas no energéticas en dólares descendan notablemente en 2015 y aumenten en 2016 y 2017. Los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al cierre el 11 de febrero. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar se situará en 1,14 en 2015 y en 1,13 en 2016 y 2017.

Supuestos técnicos

	Marzo 2015				Diciembre 2014			Revisiones desde diciembre de 2014 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euríbor a tres meses (en porcentaje por año)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje por año)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Precio del petróleo (en USD por barril)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-19) (tasa de variación anual)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

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.

- 1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento 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. Se asume que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el período considerado.
- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2016 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que se utilizan para predecir los precios de consumo de los alimentos, se proyectan sobre la base de un modelo econométrico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias.

3. PRECIOS Y COSTES

La evolución de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio probablemente influya de manera destacada en el perfil de inflación de la zona del euro en el horizonte temporal considerado. La pronunciada caída experimentada recientemente por los precios del crudo tendrá un efecto considerablemente bajista sobre la inflación de la energía en 2015, que se verá mitigada solo en alguna medida por la reciente depreciación del euro. La débil evolución de los precios de las materias primas no energéticas implica una presión a la baja sobre la inflación de los precios de consumo en la zona del euro también a través de los precios de las importaciones distintas del petróleo. A partir de 2016 se considera que la evolución de los precios en el exterior añadirá presión al alza a la inflación en la zona del euro. En 2016, las marcadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPC responden, en gran medida, a la desaparición de los efectos bajistas derivados de anteriores descensos de los precios del petróleo combinada con los efectos alcistas de los aumentos esperados de dichos precios, que se proyecta que persistan durante 2017 y reflejen la pendiente positiva de la curva de futuros sobre los precios del petróleo. Asimismo, el crecimiento de los precios de las materias primas no energéticas, el fortalecimiento de la demanda mundial y los efectos retardados derivados de la reciente depreciación del euro probablemente den lugar a un aumento considerable del deflactor de las importaciones entre 2015 y 2016.

Cuadro 1 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación anuales)

	Marzo 2015				Diciembre 2014			Revisiones desde diciembre de 2014 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	0,1	0,5	0,4
		[1,1 - 1,9] ⁴⁾	[0,8 - 3,0] ⁴⁾	[0,9 - 3,3] ⁴⁾	[0,7 - 0,9] ⁴⁾	[0,4 - 1,6] ⁴⁾	[0,4 - 2,6] ⁴⁾			
Consumo privado	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Consumo público	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Formación bruta de capital fijo	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Exportaciones ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Importaciones ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Empleo	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
IAPC	0,4	0,0	1,5	1,8	0,5	0,7	1,3	0,0	-0,8	0,2
		[-0,3 - 0,3] ⁴⁾	[0,8 - 2,2] ⁴⁾	[1,0 - 2,6] ⁴⁾	[0,5 - 0,5] ⁴⁾	[0,2 - 1,2] ⁴⁾	[0,6 - 2,0] ⁴⁾			
IAPC excluida la energía	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
IAPC excluida la energía y los alimentos	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Costes laborales unitarios	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Remuneración por asalariado	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Productividad del trabajo	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

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

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

3) Datos ajustados por días laborables.

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

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

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

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado 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» del Boletín Mensual de marzo de 2012 y el recuadro titulado «El saldo estructural como indicador de la posición presupuestaria subyacente» de la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual.

La mejora de los mercados laborales y el descenso de la holgura de la economía implican un incremento de las presiones internas sobre los precios durante el horizonte temporal de las proyecciones. El actual crecimiento del empleo y la ligera disminución de la tasa de desempleo

respaldarán un aumento gradual de la remuneración por asalariado, desde el 1,5 % en 2014 hasta el 2,3 % en 2017, mientras que los elevados niveles de desempleo y los procesos de ajuste de competitividad de costes pendientes en algunos países de la zona del euro frenarán un repunte más rápido. Al mismo tiempo, el impacto a la baja de los efectos de segunda ronda derivados de la acusada caída de los precios del petróleo sobre los salarios será limitado. Esto puede atribuirse a las rigideces a la baja en los salarios y a que el impacto a través de los sistemas de indicación automática de los salarios debería ser pequeño, ya que estos sistemas se aplican mayoritariamente a los ajustes al alza y, en algunos países, han sido suspendidos temporalmente o se ha reducido significativamente su alcance.

Los márgenes de beneficio (calculados como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se incrementarán notablemente durante el período considerado a medida que la recuperación cobre impulso. Se espera que sean el motor principal del incremento de las presiones sobre los costes internos. Tras el ligero descenso esperado en 2015, los márgenes de beneficio aumentarán durante el resto del horizonte temporal contemplado en paralelo a un repunte considerable de la productividad y un fortalecimiento de la actividad económica.

En comparación con las proyecciones publicadas en diciembre de 2014, la proyección de inflación medida por el IAPC se ha revisado sustancialmente a la baja para 2015, si bien se ha corregido ligeramente al alza para 2016. La inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,8 puntos porcentuales para 2015 en comparación con las proyecciones anteriores. Esto se debe principalmente a un descenso de los precios del petróleo en dólares por debajo de los niveles previstos anteriormente, que se ha visto compensado solo en pequeña medida por la depreciación del euro frente al dólar. La revisión a la baja del IAPC excluida la energía en 2015 representa 0,2 puntos porcentuales y está relacionada con errores de previsión pasados debido, entre otros factores, a efectos indirectos derivados de la bajada de los precios del petróleo sobre los precios de los bienes y los servicios. Para 2016, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales. La revisión al alza refleja las perspectivas de crecimiento más favorables, los efectos retardados de la depreciación del euro y la mayor inclinación de la curva de los precios de los futuros sobre el petróleo. Las recientes medidas de política monetaria no convencionales, especialmente el programa de compra de activos, han contribuido a esta revisión al alza de la inflación a través de varios canales.

4. PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La orientación de la política fiscal, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, no tendrá prácticamente influencia durante el horizonte temporal contemplado. Esto refleja el moderado crecimiento del gasto público en relación con la tendencia de crecimiento del PIB, que se supone se verá compensado en gran medida por las rebajas impositivas en algunos países. El impacto positivo de los estabilizadores fiscales automáticos sobre la demanda interna disminuirá con el paso del tiempo, a medida que la economía se recupere².

Las ratios de déficit público y de deuda se reducirán gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones. El descenso del déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se ve respaldado por la mejora cíclica de la economía de la zona del euro. El saldo presupuestario estructural experimentará una ligera mejora durante el horizonte temporal considerado, como reflejo principalmente del ahorro en el pago de intereses debido a un descenso del tipo de interés implícito. La ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB alcanzará un máximo en 2014 y comenzará a descender durante el horizonte temporal de las proyecciones respaldada por la mejora del saldo presupuestario, el fortalecimiento del crecimiento de la economía y los bajos tipos de interés.

² Los supuestos relativos a la política fiscal reflejan la información incluida en las leyes presupuestarias para 2015 y los planes presupuestarios nacionales a medio plazo disponibles a 20 de febrero 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.

En comparación con las proyecciones publicadas en diciembre de 2014, las perspectivas de las finanzas públicas han mejorado. A falta de noticias importantes sobre las políticas fiscales, la pequeña revisión al alza del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas se debe fundamentalmente a una mejora de las perspectivas macroeconómicas y a una reducción del gasto por intereses derivada del nuevo descenso de los costes de endeudamiento soberano. Las perspectivas para la deuda pública también han mejorado después de las revisiones favorables del diferencial entre la tasa de crecimiento y el tipo de interés y, en menor medida, del saldo primario.

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 de la zona del euro, la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a los precios del petróleo y los tipos de cambio y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Los supuestos técnicos prevén un incremento de los precios del petróleo durante el horizonte temporal considerado. Esta trayectoria es congruente con una recuperación de la demanda de petróleo mundial a medida que la economía mundial cobre impulso y con un ligero descenso de la oferta de petróleo debido a la insuficiente inversión y a pérdidas de capacidad de producción en algunos países productores de petróleo.

No obstante, en un escenario alternativo, los precios del petróleo podrían mantenerse en términos generales en sus niveles actuales durante todo el horizonte temporal de las proyecciones, apartándose progresivamente de los supuestos para los precios del petróleo utilizados en el escenario de referencia. Esta trayectoria sería coherente con el elevado nivel actual de oferta del petróleo y con una débil recuperación de la demanda mundial. De acuerdo con diversos modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del BCE, una trayectoria plana de los precios del petróleo podría reducir la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en torno a entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones para 2015, y entre 0,3 y 0,6 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia para 2016. En 2017, la inflación medida por el IAPC se situaría en torno a entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales por debajo del escenario de referencia de las proyecciones. Al mismo tiempo, la evolución alternativa de los precios del petróleo reforzaría el crecimiento del PIB real aproximadamente entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales en 2016 y 2017.

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Mientras que en el escenario de referencia se parte del supuesto de que el tipo de cambio efectivo del euro se mantendrá sin variación hasta el final del período examinado, podría considerarse un escenario en el que una divergencia entre las perspectivas de crecimiento de la zona del euro y de Estados Unidos pudiera traducirse en una mayor depreciación del euro. Este escenario sería coherente con las expectativas referidas a una mayor divergencia de la orientación de la política monetaria de estas dos economías. Una trayectoria alternativa del euro, que reflejaría una depreciación más intensa, se ha derivado del percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el euro y el dólar a 12 de febrero de 2015. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,04 en 2017, que es un 8,8 % inferior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las oscilaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar son reflejo de las variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Esto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia, hasta un 4,8 % por debajo del

escenario de referencia en 2017. En este escenario, los resultados de varios modelos macroeconómicos de los expertos del BCE apuntan a un aumento del crecimiento del PIB real, de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales, y a un incremento de la inflación medida por el IAPC, de entre 0,1 y 0,4 puntos porcentuales, en 2015, 2016 y 2017.

Recuadro 5

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

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

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2015	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Comisión Europea	Febrero 2015	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OCDE	Noviembre 2014	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Barómetro de la Zona del Euro	Febrero 2015	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2015	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2015	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
FMI	Enero 2015	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Fuentes: Proyecciones económicas de invierno de 2015 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de enero de 2015 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2014; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: 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.

En las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, las proyecciones de crecimiento del PIB real y de inflación medida por el IAPC de la zona del euro son similares o ligeramente inferiores a las de los expertos del BCE.

© Banco Central Europeo, 2015

Dirección: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Alemania

Dirección postal: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos los derechos reservados.

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