



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

Tras el vigoroso crecimiento registrado en 2017, la expansión económica de la zona del euro se ralentizó en el primer semestre de 2018, debido en gran parte al debilitamiento del comercio internacional. Aunque la incertidumbre global ha moderado las perspectivas a corto plazo, se proyecta que la expansión de la zona del euro continúe a un ritmo algo superior a su potencial, como consecuencia del impacto favorable de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo y de la mayor solidez de los balances. La ligera moderación del crecimiento del PIB real, del 2,0 % en 2018 al 1,7 % en 2020, obedece fundamentalmente a un debilitamiento gradual del impulso procedente del comercio mundial y a la creciente escasez de mano de obra. Se espera que la inflación medida por el IAPC se sitúe, en promedio, en el 1,7 % en cada año del horizonte de proyección, aunque con cierta volatilidad en su perfil trimestral. La trayectoria estable de la senda de las tasas medias de inflación anual oculta un descenso de la inflación del componente energético a medida que desaparezcan los efectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo, el cual es compensado por un aumento gradual de la inflación subyacente conforme se acentúen las restricciones de oferta.

1

Economía real

Tras el vigoroso crecimiento registrado en 2017, la expansión se debilitó considerablemente en el primer semestre de 2018. Este retroceso desde niveles de crecimiento muy elevados está relacionado principalmente con un menor impulso del comercio exterior, reflejo del impacto de la moderación del comercio internacional y de la anterior apreciación del euro. Aunque la desaceleración de la

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE o 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. Estas proyecciones no son aprobadas por el Consejo de Gobierno ni representan necesariamente sus puntos de vista sobre las perspectivas para la zona del euro. En la publicación titulada *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (BCE, julio de 2016), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos, como los relativos a los precios del petróleo y los tipos de cambio, fue el 21 de agosto de 2018 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 29 de agosto de 2018.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2018-2020. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» publicado en el *Boletín Mensual* del BCE de mayo de 2013.

La versión electrónica de los cuadros y gráficos aquí presentados puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

actividad parece obedecer fundamentalmente a factores de demanda, es probable que algunos factores de naturaleza temporal y del lado de la oferta también hayan frenado la actividad en cierta medida en el primer semestre de 2018.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantenga estable en los próximos trimestres. Esta perspectiva es acorde con los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, que continúan en niveles elevados en términos históricos, pese al descenso registrado por algunos de ellos en meses anteriores, y son confirmadas por indicadores adelantados como EuroCOIN y Conference Board Leading Economic Index.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación anual)

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

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

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

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

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

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

A medio plazo, se mantienen las variables fundamentales para una expansión continuada. Se espera que diversos factores favorables continúen sosteniendo la demanda interna. La orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía. El crecimiento del crédito al sector privado continúa aumentando, impulsado por los bajos tipos de interés y las favorables condiciones de financiación bancaria. Las menores necesidades de desapalancamiento también contribuirán al dinamismo del gasto privado. Se proyecta que la orientación de las políticas fiscales pase a ser ligeramente

expansiva en 2019 y prácticamente neutral en 2020. El avance del consumo privado y de la inversión residencial también debería beneficiarse de las sólidas condiciones de los mercados de trabajo y del incremento de la riqueza neta. Al mismo tiempo, la inversión empresarial seguirá creciendo en un contexto de aumento de los beneficios y de elevada utilización de la capacidad productiva. Se espera que las exportaciones de la zona del euro se beneficien de la actual expansión de la actividad mundial y del consiguiente crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro.

No obstante, el crecimiento del PIB real se ralentizará ligeramente a lo largo del horizonte de proyección, a medida que vayan desapareciendo algunos factores favorables. Se espera que la desaceleración de la demanda exterior de la zona del euro frene el crecimiento de las exportaciones en 2018 y 2019. También se espera que el crecimiento del empleo se ralentice sustancialmente en 2019 y 2020, debido fundamentalmente a la agudización de la escasez de mano de obra en algunos países. Asimismo, la normalización de la tasa de ahorro desde niveles reducidos en el contexto de la expansión cíclica en algunos países moderará el avance del consumo privado.

El crecimiento de la renta real disponible cobrará fuerza en 2018 y 2019, y se debilitará en 2020. Se proyecta que la contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible aumente notablemente en 2018, debido a una mayor fortaleza de los salarios, y que se debilite ligeramente durante el resto del período analizado, ya que las nuevas subidas de los salarios nominales se verán contrarrestadas con creces por el impacto de la desaceleración del empleo. El crecimiento de otras rentas personales repuntará gradualmente durante el horizonte de proyección, en consonancia con el aumento de los beneficios. Se espera que la contribución de las transferencias fiscales netas siga siendo negativa en 2018, que pase a ser positiva en 2019 en un contexto de recortes de los impuestos directos junto con un aumento de las transferencias a los hogares, y que sea neutral en 2020. En general, la composición del crecimiento de la renta nominal disponible será menos favorable al gasto de los hogares, ya que se espera que la renta disponible se vea impulsada en mayor medida por los salarios que por el empleo, habida cuenta de que el consumo suele reaccionar con algo más de intensidad a las variaciones del empleo.

Se prevé que el consumo privado mantenga su fortaleza durante el horizonte de proyección, respaldado por unas condiciones favorables de concesión del crédito bancario —reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE— y por los avances logrados en el desapalancamiento. Aunque los bajos tipos de interés han afectado tanto a los ingresos como a los pagos por intereses de los hogares, tienden a favorecer más a los prestatarios netos que a los ahorradores netos. Dado que los primeros suelen tener una mayor propensión marginal al consumo, esto debería apoyar el consumo privado agregado. Asimismo, el aumento de la riqueza neta de los hogares, así como los progresos logrados en el desapalancamiento, también deberían sostener el consumo.

Se espera que la tasa de ahorro de los hogares se incremente gradualmente durante el horizonte de proyección desde niveles históricamente bajos. Esta

tasa se redujo en 2017, debido principalmente a la mejora de la situación económica y financiera de los hogares, a cierta disminución de la demanda embalsada relacionada con compras importantes pospuestas anteriormente y al impacto de los tipos de interés muy bajos en su propensión a ahorrar. La tasa de ahorro aumentará a lo largo del período analizado, reflejando principalmente una normalización en el contexto de la expansión cíclica. También se espera que el ahorro de los hogares se incremente en respuesta a las rebajas de los impuestos directos en algunos países.

Recuadro 1

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

En comparación con las proyecciones de junio de 2018, los supuestos técnicos incluyen un tipo de cambio efectivo del euro más fuerte, unos precios del petróleo en dólares estadounidenses más bajos y tipos de interés más reducidos. 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 21 de agosto de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2018, el -0,2 % en 2019 y el 0,0 % en 2020. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,1 % en 2018, el 1,3 % en 2019 y el 1,6 % en 2020². En comparación con las proyecciones de junio de 2018, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto plazo se han revisado a la baja en 6 puntos básicos en 2019 y en 19 puntos básicos en 2020, mientras que las referidas a los tipos de interés a largo plazo se han revisado a la baja en 8 puntos básicos en 2018, 15 puntos básicos en 2019 y 17 puntos básicos en 2020.

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 21 de agosto de 2018, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent aumentará de 54,4 dólares estadounidenses en 2017 a 71,5 dólares en 2018 y 71,7 dólares en 2019, y se reducirá hasta situarse en 69,0 dólares en 2020. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, esta trayectoria implica una disminución de los precios del petróleo en dólares estadounidenses del 4,0 % en 2018 y el 2,5 % en 2019, y un incremento del 0,4 % en 2020. Se estima que los precios en dólares de las materias primas no energéticas subirán ligeramente en 2018, se reducirán en 2019 y se recuperarán en 2020³.

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

³ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte de proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2019 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 21 de agosto de 2018, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,18 dólares estadounidenses por euro en 2018 y de 1,14 dólares por euro en 2019 y 2020, frente a los 1,18 dólares de las proyecciones de junio de 2018. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) es un 1,5 % superior al de las proyecciones de junio de 2018.

Supuestos técnicos

	Septiembre de 2018				Junio de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Precio del petróleo (en USD por barril)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
Tipo de cambio USD/EUR	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Se espera que la expansión de la inversión residencial continúe, aunque a un ritmo más lento. La inversión en vivienda repuntó vigorosamente en 2016 y 2017, respaldada por unas condiciones de financiación muy favorables y por el creciente aumento de las rentas relacionado con la actual creación de empleo. No obstante, esta recuperación parece haber alcanzado un máximo a principios de 2018. Siguen dándose las condiciones básicas para que la inversión residencial continúe creciendo durante el horizonte analizado, y las encuestas indican que cada vez más hogares planean adquirir o construir una vivienda en los próximos dos años, o realizar reformas. Sin embargo, pese a la intensidad de la demanda de vivienda, se prevé que esta expansión pierda impulso debido a las crecientes limitaciones de capacidad en la construcción y a unas tendencias demográficas adversas en algunos países. Asimismo, se espera un ligero endurecimiento de las condiciones de financiación, y es probable que aparezcan oportunidades alternativas de inversión a largo plazo a medida que aumenten las rentabilidades.

La inversión empresarial seguirá recuperándose a lo largo del horizonte de proyección, aunque a un ritmo gradualmente decreciente. Se espera que diversos factores continúen sosteniendo la inversión empresarial: la confianza de las empresas sigue siendo muy elevada debido a las favorables expectativas de producción y a las grandes carteras de pedidos; la utilización de la capacidad productiva continúa muy por encima de su media de largo plazo y la falta de bienes de equipo se menciona cada vez más como un factor que limita la producción de manufacturas; las condiciones de financiación seguirán siendo muy propicias a lo largo del horizonte de proyección; los beneficios aumentarán en un contexto de liquidez ya abundante en el sector de sociedades no financieras, y las empresas podrían invertir más para compensar las restricciones de oferta de mano de obra. Por otra parte, la notable recuperación de las cotizaciones bursátiles en los últimos años, la continuada acumulación de activos y el moderado crecimiento de la

financiación mediante deuda han reducido la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) del sector de sociedades no financieras hasta niveles próximos a sus mínimos históricos. No obstante, el endeudamiento bruto consolidado (ratio de deuda sobre ingresos) ha disminuido mucho menos y aún permanece ligeramente por encima de los niveles anteriores a la crisis. Asimismo, la gradual pérdida de impulso de la inversión empresarial durante el horizonte considerado refleja la desaceleración general de la demanda interna y externa.

Recuadro 2

Entorno internacional

Se espera que la expansión económica mundial se modere paulatinamente durante el período abarcado por las proyecciones ante los crecientes riesgos e incertidumbres.

La economía mundial siguió creciendo a un ritmo estable en el primer semestre de 2018. Aunque la producción manufacturera mundial se ha moderado en los últimos meses, las encuestas sugieren que la actividad global continúa siendo, en general, sostenida. No obstante, a corto plazo, se espera una moderación del dinamismo económico mundial. Por un lado, las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y del considerable estímulo fiscal en Estados Unidos. La anterior recuperación de los precios del petróleo también ha contribuido a estabilizar la inversión en muchas economías exportadoras de esta materia prima. Por otro lado, ha aumentado la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales en el futuro, lo que se espera que afecte a la confianza y a la inversión a corto plazo. Las preocupaciones sobre el comercio, la progresiva normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas y la incertidumbre sobre las políticas han dado lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras en los últimos meses, especialmente en algunas economías emergentes. A medio plazo, se espera que la actividad se ralentice a medida que los factores cíclicos vayan desapareciendo. Las brechas de producción negativas se han cerrado o se están cerrando en la mayoría de las economías avanzadas y el respaldo de las políticas disminuirá gradualmente. La transición de China hacia una senda de menor crecimiento (menos dependiente de las políticas de estímulo) debería afectar a sus perspectivas. Por otra parte, aunque las economías exportadoras de materias primas se están recuperando, todavía necesitan aplicar medidas de consolidación fiscal. En general, se proyecta que el crecimiento mundial (excluida la zona del euro) se sitúe en el 3,9 % en 2018 y descienda hasta el 3,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales en 2018 y 0,2 puntos porcentuales en 2019. Estas revisiones a la baja reflejan unas perspectivas más débiles en algunas economías emergentes, especialmente Turquía. Asimismo, se considera que el aumento de las tensiones comerciales y las mayores incertidumbres acerca de las perspectivas mundiales frenarán la inversión mundial en los próximos trimestres.

Entorno internacional

(tasas de variación anual)

	Septiembre de 2018				Junio de 2018			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Demanda exterior de la zona del euro ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

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.

Después de registrar una acusada desaceleración en el segundo trimestre de este año, se espera que el comercio mundial repunte moderadamente pero que se mantenga relativamente contenido debido a las crecientes incertidumbres relacionadas con el proteccionismo. Tras experimentar un fuerte crecimiento en 2017, el comercio mundial se desaceleró en los primeros meses de este año. De cara al futuro, aunque los aranceles introducidos hasta la fecha afectan a una proporción relativamente pequeña del comercio internacional, han aumentado las preocupaciones en torno a las perspectivas relativas a las políticas comerciales y la economía mundial, lo que se espera que afecte a la actividad global y a las perspectivas comerciales. A medio plazo, se proyecta que el comercio mundial aumente prácticamente al mismo ritmo que la actividad mundial. En general, la demanda exterior de la zona del euro se incrementará un 4,1 % en 2018 y se ralentizará hasta el 3,6 % en 2020. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado a la baja en 1,1 puntos porcentuales, 0,7 puntos porcentuales y 0,1 puntos porcentuales para 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Estas revisiones obedecen principalmente a la pérdida de impulso observada en los datos a corto plazo. A más largo plazo, reflejan el impacto de las subidas arancelarias y del debilitamiento de la actividad proyectado.

El crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se moderará en línea con la desaceleración de la demanda exterior. Se espera que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continúen creciendo a un ritmo similar a la demanda exterior de la zona del euro, lo que implica que las cuotas de exportación se mantendrán en general estables durante el horizonte de proyección. Las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se beneficiarán de la evolución positiva de la demanda interna y, en los próximos trimestres, del fortalecimiento del euro. Dado que se prevé que las importaciones aumenten algo más rápido que las exportaciones, se espera que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento económico sea prácticamente neutral durante el horizonte considerado, tras una contribución muy positiva en 2017.

El crecimiento del empleo se desacelerará, ya que se espera que la escasez de mano de obra se intensifique en algunos países. El número de personas empleadas en la zona del euro aumentó un 0,4 % en el primer y segundo trimestres de 2018. El reciente dinamismo del crecimiento del empleo ha sido generalizado en los distintos países y las encuestas prospectivas sugieren que su avance seguirá siendo sólido a corto plazo, si bien se proyecta que pierda cierto impulso. En 2018

se espera que el impacto de algunos factores favorables de naturaleza temporal (como los estímulos fiscales aplicados en algunos países de la zona del euro) desaparezca gradualmente. Se prevé que, hacia el final del horizonte de proyección, la escasez de mano de obra se intensifique en algunos países.

El crecimiento de la población activa se moderará a lo largo del horizonte de proyección. Se prevé que la población activa siga aumentando durante el período considerado, debido a la inmigración neta de trabajadores, a la integración esperada de los refugiados y al aumento sostenido de las tasas de participación (incluida la reversión del efecto del «trabajador desanimado»). Sin embargo, estos efectos positivos se verán neutralizados gradualmente durante el horizonte de proyección por el impacto negativo del envejecimiento de la población, dado que las cohortes de más edad que dejarán de formar parte de la población activa superarán en número a las cohortes más jóvenes que pasarán a integrarla.

Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 7,4 % en 2020. Esta tasa descendió hasta el 8,3 % en el segundo trimestre de 2018, el nivel más bajo observado desde finales de 2008. Más adelante, se prevé que el número de desempleados siga disminuyendo sustancialmente, acercándose al mínimo anterior a la crisis.

La productividad del trabajo se recuperará en 2019 y 2020, en línea con su patrón cíclico. Tras cobrar un fuerte impulso en 2017, la productividad del trabajo se desaceleró en el primer semestre de 2018, debido al inesperado debilitamiento de la actividad. En el segundo semestre de 2018 se espera que el avance de la productividad aumente de forma moderada, reflejando la respuesta retardada del empleo al debilitamiento de la actividad a principios de año. A más largo plazo, la mencionada desaceleración del crecimiento del empleo, la creciente utilización del capital en un contexto de disminución de la capacidad productiva no utilizada, el incremento del número de horas trabajadas por persona empleada y ciertas mejoras de la productividad total de los factores apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo aumentará durante el horizonte de proyección, convergiendo gradualmente hacia su tasa media del 1,0 % anterior a la crisis.

El crecimiento del PIB real se mantendrá por encima de su potencial a lo largo del horizonte de proyección. Según las estimaciones, el producto potencial ha cobrado cierto impulso en los últimos años, respaldado por la creciente contribución de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores. Al final del período examinado, se espera que el producto potencial aumente a una tasa ligeramente inferior a la registrada antes de la crisis, aunque aún a un ritmo menor que el PIB real. Sin embargo, se ha de destacar que tanto el crecimiento potencial como sus determinantes no son observables y que estas estimaciones están sujetas a un grado de incertidumbre considerable.

En comparación con las proyecciones de junio de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019. Estas revisiones están relacionadas fundamentalmente con una contribución de la demanda exterior neta más débil de lo anteriormente previsto, debido a las correcciones a la baja de la demanda exterior y a la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Estos

efectos contrarrestan con creces el impacto positivo sobre la demanda interna derivado del descenso de los tipos de interés de los préstamos y de algunas medidas de estímulo fiscal.

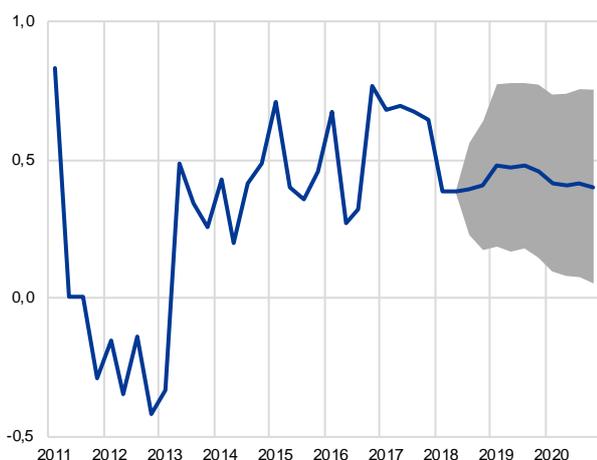
Gráfico 1

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 centrales 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), disponible en el sitio web del BCE. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>
 2) Datos ajustados por días laborables.

2

Precios y costes

La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 1,7 % en cada año del horizonte analizado, debido a que el perfil descendente de su componente energético neutralizará el fortalecimiento gradual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La inflación de los precios de la energía se reducirá a lo largo del período de proyección, reflejando efectos base a la baja y un ligero descenso de los futuros de los precios del petróleo. Se prevé que la inflación subyacente aumente como resultado de la mejora de la posición cíclica de la economía y del consiguiente mayor crecimiento de los salarios. Se espera que otros efectos alcistas sobre la inflación subyacente procedan de la evolución de los precios exteriores, ya que las anteriores subidas de los precios del petróleo afectarán indirectamente a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En conjunto, se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se incremente de forma gradual desde el 1,1 % en 2018, hasta el 1,8 % en 2020.

Se espera que el crecimiento de los salarios repunte notablemente a lo largo del período analizado, en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y de desaparición del impacto de los factores que han moderado su crecimiento en algunos países durante los últimos años. El crecimiento de la remuneración por asalariado se incrementará considerablemente a lo largo del horizonte de proyección hasta situarse en el 2,7 % en 2020. Se prevé que el crecimiento de los costes laborales unitarios aumente en línea con el de la remuneración por asalariado, debido a la mejora relativamente modesta del crecimiento de la productividad durante el período considerado. El principal factor determinante del repunte de los salarios es la mejora adicional prevista de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro, con tensiones cada vez mayores y una clara escasez de mano de obra en algunos países de la zona. Las favorables condiciones de los mercados de trabajo ya son visibles en el aumento de los salarios negociados. En los países de la zona del euro en los que los procesos de formación de los salarios incluyen elementos de indexación basados en la evolución anterior de la inflación, también cabe esperar que el sustancial incremento reciente de la inflación general favorezca el repunte del crecimiento de los salarios. Asimismo, los efectos moderadores derivados de factores relacionados con la crisis, como la necesidad de contención salarial para recuperar competitividad en términos de precios en algunos países y la moderación salarial embalsada resultante de las rigideces a la baja de los salarios nominales, deberían desaparecer paulatinamente a medida que la expansión económica continúe y se amplíe a los distintos países de la zona del euro. Por otro lado, se espera que algunas medidas gubernamentales que en el pasado frenaron el crecimiento de los salarios vayan perdiendo relevancia.

Se espera que los márgenes no ejerzan presiones inflacionistas adicionales a lo largo del horizonte de proyección. Se prevé que el mayor crecimiento de los costes laborales unitarios y de los impuestos indirectos netos unitarios sea la principal causa de la intensificación de las presiones inflacionistas medidas por el deflactor del PIB. Se espera que el crecimiento de los márgenes sea contenido, especialmente hacia el final del período analizado, reflejo de la senda ligeramente descendente de la expansión de la actividad.

Se espera que las presiones inflacionistas de origen externo sigan siendo positivas durante el horizonte de proyección, aunque deberían moderarse. La senda descendente del deflactor de las importaciones a partir del próximo año refleja supuestos de una ligera disminución de los precios del petróleo que frenará el impacto de la subida de los precios de las materias primas no energéticas y de la progresiva intensificación de las presiones inflacionistas subyacentes a escala mundial relacionadas con la reducción de la capacidad productiva global no utilizada.

Se espera que las proyecciones relativas a la inflación medida por el IAPC se mantienen sin cambios respecto a las de junio de 2018. Las previsiones de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se han corregido ligeramente a la baja para 2019 y 2020, en línea con unas perspectivas de crecimiento algo más débiles. Estas correcciones se ven compensadas por una revisión al alza del componente energético de la inflación medida por el IAPC resultante de la subida de los precios

Las proyecciones relativas a la inflación medida por el IAPC se mantienen sin cambios respecto a las de junio de 2018. Las previsiones de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se han corregido ligeramente a la baja para 2019 y 2020, en línea con unas perspectivas de crecimiento algo más débiles. Estas correcciones se ven compensadas por una revisión al alza del componente energético de la inflación medida por el IAPC resultante de la subida de los precios

del gas y la electricidad en algunos países en 2018 y de los supuestos sobre los precios del petróleo en euros, que siguen una senda descendente menos marcada que en el anterior ejercicio de proyección.

3 Perspectivas de las finanzas públicas

Se prevé que la orientación de las políticas fiscales en la zona del euro sea prácticamente neutral en 2018, ligeramente expansiva en 2019 y de nuevo prácticamente neutral en 2020. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Las medidas discrecionales adoptadas en 2018 son de carácter expansivo, debido, por un lado, a reducciones de las cotizaciones sociales y de los impuestos de sociedades y, por otro, a un crecimiento más dinámico del gasto público. Sin embargo, el estímulo procedente de estas medidas se ve neutralizado en gran parte por los elevados ingresos directos. En 2019, la principal contribución a la orientación expansiva de las políticas fiscales serán los recortes de los impuestos directos y el aumento del gasto público en un país de la zona del euro, que quedarán parcialmente compensados por las medidas de consolidación adoptadas por otro país de la zona. En 2020, las rebajas adicionales de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales se verán contrarrestadas en cierta medida por un incremento más moderado de las transferencias y subvenciones, así como del consumo público.

Se proyecta que tanto los ratios de déficit como de deuda pública se sitúen en una senda descendente durante el período considerado. La disminución del déficit público prevista a lo largo del horizonte de proyección, atribuible fundamentalmente a una mejora del componente cíclico y a los menores pagos por intereses como resultado de la sustitución de deuda antigua de elevado coste por deuda nueva a tipos de interés más bajos, se verá neutralizada en parte por un deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. La senda descendente de la ratio de deuda pública en relación con el PIB se verá respaldada por unos saldos primarios positivos sostenidos y por un diferencial favorable entre tipos de interés y crecimiento⁴. En comparación con las proyecciones de junio de 2018, las perspectivas de déficit prácticamente no se han modificado, mientras que la ratio de deuda en relación con el PIB se ha revisado ligeramente al alza para 2020 debido, sobre todo, a un diferencial menos favorable entre tipos de interés y crecimiento.

⁴ El diferencial se calcula como la diferencia entre el tipo de interés efectivo nominal de la deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

Recuadro 3

Análisis de sensibilidad

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

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Modelos alternativos de los precios del petróleo apuntan a un riesgo de que esos precios se incrementen durante el horizonte de proyección más de lo que sugieren los futuros de los precios del petróleo. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del crudo en que se apoyan las proyecciones de referencia, basados en los mercados de futuros, prevén un perfil ligeramente descendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en 69 dólares estadounidenses en 2020. Esta trayectoria es coherente con un crecimiento sostenido de la demanda mundial de esta materia prima. En lo que se refiere a los factores de oferta, es probable que los futuros de los precios del petróleo también reflejen impactos a la baja sobre los precios derivados de la relajación de la política de recortes de oferta acordados por la OPEP, que podrían compensar ligeramente las menores expectativas de producción de petróleo estadounidense a corto plazo (debido a cuellos de botella en el transporte) y las preocupaciones sobre la disminución de la oferta iraní tras las sanciones impuestas por Estados Unidos. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE⁵ para realizar predicciones sobre los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección apunta a precios más elevados que los considerados en los supuestos técnicos. La materialización de una trayectoria alternativa de los precios del petróleo obtenida a partir de estos modelos, en los que los precios se encarecerían un 4,7 % respecto al escenario de referencia para 2020, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real (menos de 0,1 puntos porcentuales en 2019 y 2020), al tiempo que se traduciría en un aumento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC (de hasta 0,1 puntos porcentuales en 2020).

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Este análisis de sensibilidad investiga los efectos de una apreciación del tipo de cambio del euro. Una fuente de riesgo de apreciación está relacionada con una recuperación de la zona del euro más intensa de lo esperado que genere presiones inflacionistas al alza. Este escenario es compatible con la distribución obtenida a partir de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 21 de agosto de 2018, que está claramente sesgada hacia una apreciación del euro. El percentil 75 de la distribución implica una apreciación del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,33 dólares por euro en 2020, que es aproximadamente un 16,5 % superior al considerado en el escenario de referencia para ese año. El supuesto relativo al tipo de cambio efectivo nominal del euro refleja regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el

⁵ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «La previsión del precio del petróleo», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

euro se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de poco más de 0,5. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a que el crecimiento del PIB real sería 0,4 y 0,5 puntos porcentuales más bajo en 2019 y 2020, respectivamente. Por su parte, la inflación medida por el IAPC sería 0,5 y 0,6 puntos porcentuales más baja en 2019 y 2020, respectivamente.

Recuadro 4

Previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, publican 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 o del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los datos utilizados en cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para elaborar 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 en las distintas previsiones (véase el cuadro que figura a continuación).

Como se indica en el cuadro, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE (que figuran entre corchetes).

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

(tasas de variación anual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Proyecciones de los expertos del BCE	Septiembre de 2018	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8 - 2,2]	[1,0 - 2,6]	[0,6 - 2,8]	[1,6 - 1,8]	[1,1 - 2,3]	[0,9 - 2,5]
Comisión Europea	Julio de 2018	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OCDE	Mayo de 2018	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Barómetro de la zona del euro	Agosto de 2018	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Consensus Economics Forecasts	Agosto de 2018	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Julio de 2018	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
FMI	Julio/abril de 2018	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Fuentes: Previsiones económicas intermedias del verano de 2018 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de julio de 2018 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2018 (IAPC); OECD Economic Outlook, mayo de 2018; Consensus Economics Forecasts, agosto de 2018; la cifra para 2020 de Consensus Economics ha sido extraída de la encuesta sobre tendencias de la productividad y salarios de agosto de 2018, y la cifra para 2020 sobre la inflación medida por el IAPC ha sido extraída de la encuesta sobre previsiones a largo plazo de julio de 2018; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, agosto de 2018, y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, julio de 2018. Notas: Las tasas de crecimiento anual que aparecen 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 anual que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2018

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

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

ISSN 2529-4474 (pdf)
Número de catálogo UE QB-CE-18-002-ES-N (pdf)