



# Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017<sup>1</sup>

*De acuerdo con las proyecciones, la recuperación económica en la zona del euro continuará fortaleciéndose a un ritmo ligeramente superior al esperado anteriormente. La recuperación mundial prevista y la solidez de la demanda interna, apoyadas por la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, los progresos realizados en el desapalancamiento de todos los sectores y la continuación de la mejora del mercado de trabajo, sostendrán la recuperación durante el horizonte de proyección.*

*Se espera que la reciente subida de los precios del petróleo eleve la inflación medida por el IAPC hasta el 1,7 %, en promedio, este año. Sin embargo, las presiones sobre la inflación subyacente aumentarán solo gradualmente durante el período analizado.*

## 1 Economía real

**Los indicadores de corto plazo apuntan a que el crecimiento seguirá siendo sólido a corto plazo.** El PIB real aumentó en un 0,4 % en el cuarto trimestre de 2016. La recuperación es cada vez más generalizada en todos los sectores y países de la zona del euro. Las condiciones del mercado de trabajo han continuado mejorando en los últimos meses, observándose un descenso de las tasas de desempleo ligeramente mayor de lo esperado. Aunque los indicadores de incertidumbre de la política económica se han incrementado, los de incertidumbre financiera y económica siguen siendo bajos (véase el recuadro 1). Asimismo, la confianza ha seguido mejorando, lo que sugiere un crecimiento sólido en el primer semestre de 2017.

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE o del Eurosistema no son aprobadas por el Consejo de Gobierno ni representan necesariamente sus puntos de vista sobre las perspectivas para la zona del euro. En la publicación titulada *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (BCE, julio de 2016), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los datos para los supuestos técnicos, como los relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio, fue el 14 de febrero de 2017 (véase el recuadro 2). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 20 de febrero de 2017, con la excepción de las cuentas trimestrales nacionales de Alemania publicadas el 23 de febrero, que también han sido incluidas. El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2016-2019. 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.

En el período abarcado por las proyecciones, se espera que el PIB real se incremente un 1,8 % en 2017, un 1,7 % en 2018 y un 1,6% en 2019. La demanda interna ha sido el principal respaldo de la recuperación desde mediados de 2013, incluida una sólida evolución del consumo privado y una contribución positiva de la inversión. Diversos factores favorables continuarán apoyando la demanda interna durante el período analizado, respaldados por la orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE. Las exportaciones de la zona del euro también aumentarán en el horizonte temporal considerado, apoyadas por la recuperación esperada del comercio mundial y el anterior debilitamiento del tipo de cambio del euro.

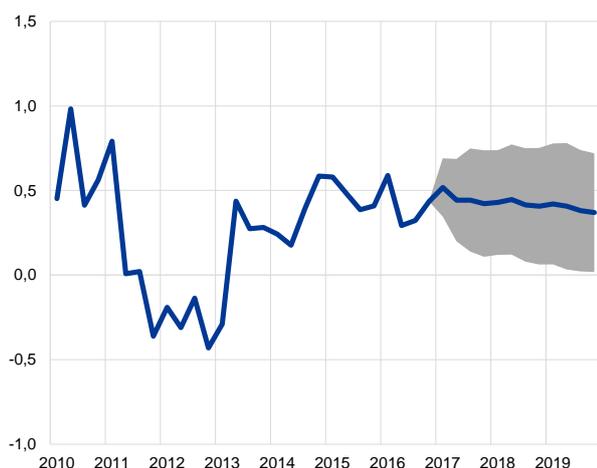
## Gráfico 1

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

(datos trimestrales)

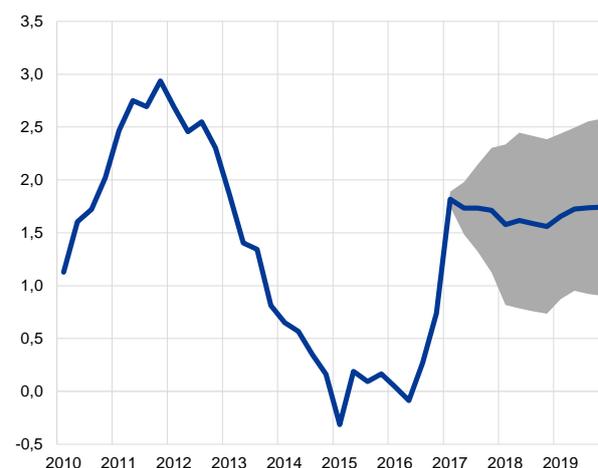
#### PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>

(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.

## Recuadro 1

### Relevancia de la incertidumbre de la política económica para las perspectivas económicas en la zona del euro

El indicador de incertidumbre de la política económica EPU ha aumentado notablemente en los últimos meses<sup>2</sup>. Este incremento está relacionado probablemente con el resultado del referéndum en el Reino Unido sobre la salida de la UE y con el resultado de las elecciones en Estados Unidos. En el momento actual, este indicador también puede reflejar la incertidumbre

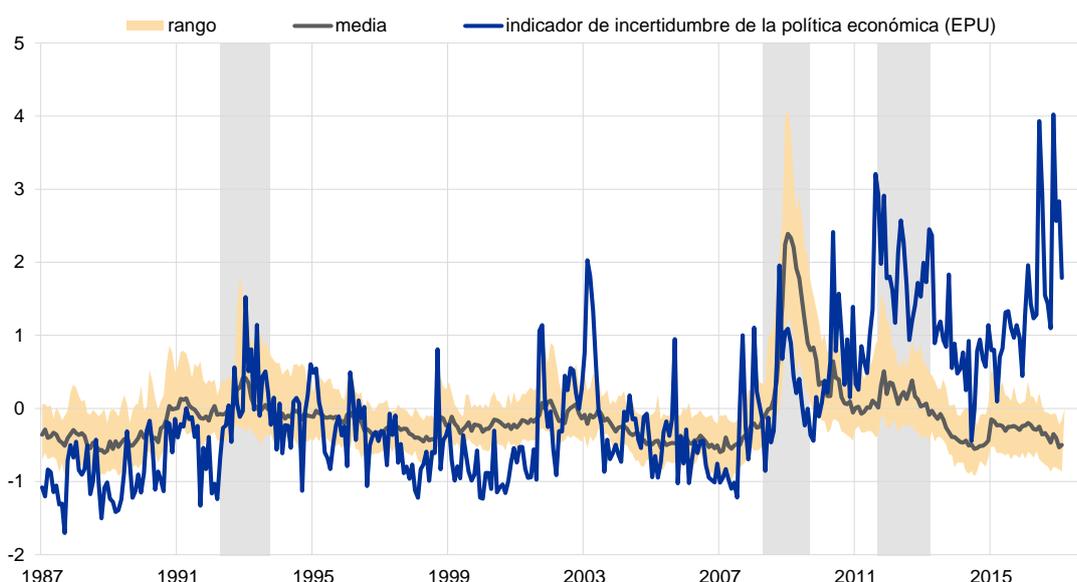
<sup>2</sup> El indicador EPU mide la frecuencia de las palabras «incierto» o «incertidumbre» y «economía» u otros términos de política económica, como «déficit» o «regulación», en artículos publicados en periódicos principales. Véase información más detallada en S. Baker, N. Bloom y S. Davis, «Measuring economic policy uncertainty», *NBER Working Paper Series*, nº 21633, octubre 2015.

sobre las próximas elecciones en varios países de la zona del euro. En este recuadro se examina dicho indicador, particularmente en el contexto más amplio de las medidas de incertidumbre, y se concluye que su relevancia para las perspectivas económicas probablemente sea bastante limitada en la coyuntura actual.

**En principio, una elevada incertidumbre en torno a la política económica puede tener efectos adversos sobre la actividad, ya que puede hacer que las empresas pospongan o cancelen decisiones de inversión hasta que dicha incertidumbre disminuya.** Similarmente, la incertidumbre puede afectar negativamente a las decisiones de los hogares a la hora de realizar compras importantes. Asimismo, una elevada incertidumbre puede hacer que los hogares aumenten su ahorro por motivo precaución. Por último, la incertidumbre también puede perjudicar a la actividad a través de un aumento de los costes de financiación relacionados con primas de riesgo más elevadas, y reducir los incentivos de las entidades de crédito para conceder préstamos a los hogares y las empresas<sup>3</sup>.

### Medidas de incertidumbre en la zona del euro

(desviación típica de la media)



Fuentes: Baker/Bloom/Davis; Consensus Economics; Eurostat; Comisión Europea; BCE y cálculos del BCE.

Notas: las áreas grises representan recesiones en la zona del euro identificadas por el CEPR. El rango representa los percentiles 25 a 75 de aproximadamente 130 indicadores de incertidumbre (financiera, económica, de política económica y de predicción) estimados para la zona del euro.

**No obstante, pese a que ha aumentado la incertidumbre acerca de la política económica, la evolución más reciente de la economía en la zona del euro parece más sólida.** La recuperación en la zona del euro tiene un carácter más amplio en comparación con recuperaciones anteriores<sup>4</sup> y está basada fundamentalmente en la demanda interna, lo que contribuye a su menor vulnerabilidad frente a perturbaciones externas. Asimismo, todos los sectores institucionales son actualmente más sólidos que en el período anterior a la crisis, debido a la reducción de los ratios

<sup>3</sup> Para un análisis de los distintos canales de transmisión de la incertidumbre, véase N. Bloom, «Fluctuations in uncertainty», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, nº 2, 2014, págs. 153-176.

<sup>4</sup> Véase el recuadro 1 titulado «El crecimiento económico de la zona del euro se está generalizando», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2017.

de apalancamiento hasta niveles más sostenibles. La confianza de los hogares y las empresas se mantiene en niveles muy elevados y los mercados financieros no parecen haber tenido en cuenta riesgos de cola excepcionales.

**De hecho, actualmente existe una considerable diferencia entre la elevada incertidumbre sobre la política económica y los niveles bastante moderados de otros indicadores de incertidumbre económica y financiera.** El gráfico muestra la media de aproximadamente 130 medidas de incertidumbre estimadas para la zona del euro, los percentiles 25 a 75 de esas medidas y el indicador EPU<sup>5</sup>. En comparación con otras medidas de incertidumbre individuales, la media de todas ellas tiene la ventaja de capturar mejor distintas dimensiones de incertidumbre, mientras que la franja de los percentiles 25 a 75 representa la incertidumbre en torno a esas medidas y excluye valores atípicos. Puede observarse que la media y los percentiles 25 a 75 de las medidas de incertidumbre de la zona del euro sugieren actualmente una incertidumbre baja. En contraste, en la coyuntura actual, el EPU resulta un valor aún más atípico de lo que lo ha sido durante los últimos seis años.

**El indicador EPU podría no proporcionar necesariamente una señal fiable del aumento de la incertidumbre en las circunstancias actuales.** En primer lugar, el EPU no diferencia entre incertidumbre ante las políticas internas e incertidumbre ante las políticas externas. Esta circunstancia, en la medida en que consumidores y empresas distinguen entre fuentes internas y externas de incertidumbre y prestan mayor atención a las internas, podría explicar la correlación relativamente débil entre el EPU y otras medidas de incertidumbre y su limitada relevancia empírica para predecir tendencias económicas en la zona del euro. En segundo lugar, el EPU se basa en artículos de solo dos periódicos principales por país, por lo que esta pequeña muestra podría no ser representativa de las percepciones del público en general. En tercer lugar, el EPU es mucho más volátil que otras medidas de incertidumbre y suele mostrar picos cuando otros indicadores se mantienen moderados o cuando la actividad económica parece no haberse visto afectada. Todo ello sugiere utilizar este indicador con cautela al proyectar la evolución económica<sup>6</sup>.

**Se espera que el crecimiento del consumo privado siga siendo sólido durante el horizonte de proyección.** La confianza de los consumidores se ha mantenido en niveles elevados en los últimos meses, como consecuencia de la mejora de las expectativas económicas generales y de unas expectativas financieras individuales más favorables. Habida cuenta también de la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, se espera que el consumo privado siga aumentando a corto plazo.

**El crecimiento de la renta nominal disponible sigue siendo robusto.** La contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible se incrementará durante el horizonte de proyección.

<sup>5</sup> Véase un resumen en el artículo titulado «El impacto de la incertidumbre en la actividad de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016. Véase también A. Haddow, C. Hare, J. Hooley y T. Shakir, «Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?», *Quarterly Bulletin*, segundo trimestre, Bank of England, 2013.

<sup>6</sup> Véase también K. Forbes, «Uncertainty about uncertainty», discurso pronunciado en la conferencia «Best of British» organizada por J.P. Morgan Cazenove en Londres, 23 de noviembre de 2016, en el se que se presentan conclusiones similares para el Reino Unido.

**Las favorables condiciones de financiación bancaria, reforzadas por las medidas de política monetaria del BCE, deberían sostener el crecimiento del consumo privado.** Aunque los bajos tipos de interés han afectado a los ingresos por intereses y a los pagos por intereses de los hogares, tienden a redistribuir los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Dada la propensión marginal al consumo típicamente más alta de estos últimos, esta redistribución debería apoyar adicionalmente el consumo privado agregado. Asimismo, los progresos realizados en el desapalancamiento y el aumento previsto del patrimonio neto de los hogares, debido a nuevos incrementos de los precios de la vivienda, deberían respaldar también el consumo.

**Sin embargo, la subida de los precios del petróleo está teniendo efectos adversos sobre la renta real disponible, aunque se espera que la suavización del consumo compense parcialmente dichos efectos.** La tasa de ahorro aumentó entre mediados de 2015 y mediados de 2016 debido a que los hogares ahorraron parte de las ganancias extraordinarias procedentes de los precios del petróleo. Se estima que la desaparición de este efecto transitorio comenzó en el segundo semestre de 2016 y se espera que continúe durante 2017, acentuada por la reciente subida de los precios del petróleo. Más adelante, la tasa de ahorro se mantendrá sin cambios durante el resto del horizonte de proyección debido a que las presiones a la baja derivadas del descenso del desempleo, la mejora de las condiciones crediticias y los bajos tipos de interés serán compensadas por las presiones al alza derivadas de las actuales necesidades de desapalancamiento y la suavización procíclica del consumo.

## Recuadro 2

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

**En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, los supuestos técnicos incluyen tipos de interés a largo plazo ligeramente más altos, precios del petróleo en dólares estadounidenses significativamente más elevados y una pequeña depreciación del tipo de cambio efectivo 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 14 de febrero de 2017, 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 2017, del -0,2 % en 2018 y del 0,0 % en 2019. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,3 % en 2017, del 1,6 % en 2018 y del 1,9 % en 2019<sup>7</sup>. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto

<sup>7</sup> El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media 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 de proyección. 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.

plazo se mantienen sin cambios, si bien a largo plazo se han revisado al alza entre 10 y 20 puntos básicos. 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 al sector privado no financiero de la zona del euro se mantengan prácticamente sin variación en 2017 y aumenten ligeramente en 2018 y 2019.

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 14 de febrero, fecha límite de recepción de los datos, se prevé que el precio del barril de Brent aumente desde 44,0 dólares en 2016, hasta 56,4 en 2017 y 56,5 dólares en 2018, y descienda a 55,9 dólares en 2019. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, esta trayectoria representa un incremento de los precios del petróleo en dólares del 14,3 % en 2017, el 7,3 % en 2018 y del 2,5 % en 2019. Se espera que los precios de las materias primas no energéticas en dólares aumenten notablemente en 2017 y más moderadamente en años posteriores<sup>8</sup>.

Los tipos de cambio bilaterales considerados en los supuestos permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 14 de febrero, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,07 dólares por euro entre 2017 y 2019, frente a los 1,09 de las proyecciones de diciembre de 2016. Se estima que el tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) en dicho período se depreciará un 1,3 % respecto al considerado en el ejercicio de diciembre de 2016.

#### Supuestos técnicos

	Marzo 2017				Diciembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	0,8	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Precio del petróleo (en USD por barril)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

**Se espera que la recuperación de la inversión residencial en la zona del euro siga su curso.** La inversión en vivienda se recuperó notablemente en 2016, apoyada por el fuerte crecimiento de la renta disponible y unas condiciones de financiación favorables. De cara al futuro, el incremento proyectado de la renta nominal disponible, los tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios y la existencia de alternativas de inversión limitadas seguirán respaldando la recuperación de la

<sup>8</sup> 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 primer trimestre de 2018 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

inversión residencial. Estas perspectivas favorables para la inversión residencial se reflejan asimismo en un crecimiento de los visados de obra nueva y en un aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en un contexto de mejora de las condiciones de financiación bancaria. Por otra parte, parece que el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda ha finalizado en algunos países de la zona del euro, habiéndose registrado subidas de los precios residenciales en varios de ellos. No obstante, se prevé que el elevado desempleo y la necesidad de avanzar en el proceso de desapalancamiento sigan limitando la inversión residencial en algunos países, mientras que, en otros, los niveles ya elevados de inversión residencial en relación con la renta disponible y la evolución demográfica desfavorable frenarán previsiblemente el dinamismo de la inversión residencial.

**Se espera que la inversión empresarial se recupere.** Se estima que diversos factores apoyarán la evolución de la inversión empresarial: la confianza de las empresas ha seguido mejorando en vista de las favorables expectativas de producción, así como de un aumento de la cartera de pedidos y una mejora en las expectativas de precios de venta; la utilización de la capacidad productiva supera sus niveles medios anteriores a la crisis; las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables; se prevé que la demanda interna siga siendo sólida y que la demanda externa se fortalezca; existe la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión; y se espera que los indicadores de márgenes se fortalezcan en el contexto de abundancia de efectivo en el sector de las sociedades no financieras. Por otra parte, la importante recuperación de las cotizaciones bursátiles observada en los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han situado la ratio media de deuda sobre activos totales del sector de las sociedades no financieras en mínimos históricos. No obstante, la recuperación de la inversión empresarial seguirá viéndose frenada por las rigideces de los mercados de productos, por las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado y por la necesidad de avanzar en el proceso de desapalancamiento en algunos países de la zona del euro. Además, la baja rentabilidad y los niveles todavía altos de préstamos dudosos en los balances de las entidades de crédito de algunos países siguen lastrando la capacidad de intermediación de algunos sectores bancarios.

### Recuadro 3

#### Entorno internacional

---

**Se espera que prosiga la recuperación de la actividad mundial.** Los datos recientes confirman que, como se preveía, la actividad mundial registró una mejora en el segundo semestre de 2016, y apuntan a la continuación del crecimiento a corto plazo. Sin embargo, las perspectivas para las economías tanto avanzadas como emergentes siguen siendo algo dispares. Entre las economías avanzadas, se estima que las condiciones financieras favorables, la mejora de los mercados de trabajo y los estímulos fiscales respaldarán la actividad en Estados Unidos, mientras que, en el Reino Unido, el aumento de la incertidumbre influirá sobre las perspectivas de crecimiento económico a medio plazo, y en Japón el ritmo de expansión seguirá siendo moderado. En cuanto a los mercados emergentes, la fortaleza del crecimiento en algunas economías grandes y la salida gradual de las profundas recesiones en algunos de los principales exportadores de materias primas serán los mayores factores de apoyo del crecimiento mundial, mientras que la paulatina

desaceleración de la economía china lo seguirá lastrando. Se prevé que la subida de los precios del petróleo tenga un impacto limitado en la actividad mundial, ya que si bien proporciona cierto respaldo a la actividad en los países productores de petróleo, estas economías aún afrontan un período de considerables necesidades de ajuste (incluida la consolidación fiscal) dado el notable descenso de los precios del petróleo desde 2014. Por otro lado, una parte de dicha perturbación la absorberán los consumidores en los países importadores de materias primas, a través de unas ratios de ahorro más bajas. Se prevé que la actividad económica mundial (excluida la zona del euro) aumente desde el 3,1 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y hasta el 3,8 % en 2018 y 2019, lo que representa una ligera revisión al alza con respecto a las anteriores proyecciones publicadas.

## Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Marzo 2017				Diciembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>PIB real mundial (excluida la zona del euro)</b>	3,1	3,5	3,8	3,8	3,0	3,5	3,7	3,8
<b>Comercio mundial (excluida la zona del euro)<sup>1)</sup></b>	1,2	3,4	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7	3,8
<b>Demanda externa de la zona del euro<sup>2)</sup></b>	1,6	2,8	3,4	3,5	1,5	2,4	3,4	3,6

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.

**El comercio mundial mejoró en el segundo semestre de 2016 y se prevé que su impulso se mantenga a lo largo del horizonte de proyección.** A medio plazo, se espera que el comercio mundial se refuerce en línea con la recuperación de la actividad mundial (véase el cuadro). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,4 puntos porcentuales para 2017, y se ha mantenido prácticamente sin cambios a partir de esa fecha.

**Se prevé que las exportaciones fuera de la zona del euro se vean sustentadas por la recuperación de la demanda mundial y por un tipo de cambio del euro ligeramente más bajo.** Se espera que la demanda externa mantenga su reciente impulso durante el horizonte temporal considerado, apoyada por el aumento de la demanda de importaciones procedente de las economías tanto avanzadas como emergentes (incluidos Rusia y Brasil), si bien su dinamismo se verá algo frenado por la debilidad del crecimiento de las importaciones en el Reino Unido. En conjunto, según las proyecciones, las tasas de crecimiento de la demanda externa se mantendrán muy por debajo de sus niveles anteriores a la crisis. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro mostrarán un crecimiento más rápido que la demanda externa, en particular en 2017, impulsadas por el descenso del tipo de cambio del euro. Las importaciones con origen en países no pertenecientes a la zona del euro crecerán a un ritmo superior que las exportaciones con destino fuera de la zona del euro y en consonancia con su elasticidad histórica respecto de la demanda total. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se mantenga prácticamente estable en niveles próximos al 3,1 % o 3,3 % del PIB a lo largo del horizonte de proyección.

**Se espera que la brecha de producción negativa se estreche de forma constante durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones,**

**como reflejo de un entorno de moderación del crecimiento potencial.** Se estima que el crecimiento del producto potencial se situará ligeramente por encima del 1 % durante el horizonte de proyección, manteniéndose así claramente por debajo del crecimiento del PIB real previsto de en torno al 1,7 %. La debilidad de la dinámica del producto potencial obedece principalmente a una contribución muy baja del capital tras un período prolongado de inversión reducida en términos históricos. De acuerdo con las proyecciones, la contribución del trabajo aumentará, reflejando el incremento de la población en edad de trabajar por la entrada de inmigrantes y la mayor participación de la población activa debido a las reformas estructurales aplicadas. Con todo, la contribución del trabajo seguirá siendo inferior a su media anterior a la crisis como consecuencia del envejecimiento de la población. Se espera que la contribución de la productividad total de los factores sea ligeramente inferior a su nivel de antes de la crisis.

**Se espera que las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando durante el período analizado.** Se estima que el empleo continuará aumentando durante el horizonte temporal considerado, aunque de forma gradualmente más moderada, lo que, a corto plazo, obedece principalmente a la desaparición gradual de algunos factores transitorios favorables al crecimiento del empleo. Durante el resto del horizonte temporal, se prevé que la escasez de oferta de mano de obra cualificada se agudice cada vez más en algunos países, lo que lastrará el crecimiento del empleo y conducirá a un incremento del número de horas trabajadas por persona ocupada. Esta evolución del empleo implica un repunte del crecimiento de la productividad del trabajo desde el 0,4 % en 2016 hasta el 0,8 % en 2019, reflejando un patrón procíclico y una utilización creciente tanto del capital como del trabajo. Se espera que la tasa de desempleo descienda, aunque a menor ritmo que en el pasado reciente, debido a que la desaceleración del crecimiento del empleo será más acusada que la de la población activa.

**Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real en 2017 y 2018 se han revisado ligeramente al alza.** Se prevé que el ligero aumento de la demanda externa a corto plazo, el descenso del tipo de cambio del euro y un clima económico más favorable compensen con creces el efecto adverso de unos precios del petróleo más altos para la actividad.

## 2

### Precios y costes

**Las perspectivas de inflación a corto plazo se han revisado considerablemente al alza tras el reciente incremento de los precios del petróleo, y ahora se espera que la tasa de la inflación general se sitúe, en promedio, en torno al 1,7 % durante el período 2017-2019.** No obstante, se prevé una pauta dispar en la evolución de los componentes energético y no energético de la inflación. Se espera que 1,2 puntos porcentuales del aumento de la inflación medida por el IAPC en 2016 y 2017 se deban a los precios de la energía. El brusco cambio de signo —de tasas fuertemente negativas a tasas claramente positivas— en la inflación de los precios energéticos es atribuible a efectos de base al alza, así

como a las notables subidas recientes de los precios del petróleo. En cambio, un perfil prácticamente plano de la curva de los futuros del petróleo durante el horizonte analizado se traducirá en una contribución positiva más leve del componente energético a la inflación general en 2018 y 2019.

**A diferencia de la inflación de los precios de la energía, el repunte previsto en la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos es mucho más gradual durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones.**

Se estima que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se situará en promedio en torno al 1,1% en 2017 y que aumentará hasta el 1,5% en 2018 y el 1,8% en 2019. Un determinante principal de este repunte continuado es el aumento previsto de los costes laborales unitarios conforme la recuperación se vaya afianzando y generalizando. La reducción de la holgura existente en el mercado de trabajo y la desaparición progresiva de los factores relacionados con la crisis que han contribuido a moderar los incrementos salariales durante los últimos años deberían conducir a un aumento de la remuneración por asalariado y, dada la recuperación más modesta prevista de la productividad, al crecimiento de los costes laborales unitarios. Asimismo, se prevé que la subida de los precios del petróleo acentúe indirectamente estas presiones al alza en los costes a través del aumento de los costes de producción y de las repercusiones en los salarios nominales. Los márgenes de beneficio seguirán aumentando de forma constante, si bien su expansión se verá frenada en cierta medida por el incremento de los costes laborales y las recientes pérdidas en la relación real de intercambio.

**El aumento de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas son los principales determinantes de la reactivación en las presiones externas sobre los precios.**

Tras cuatro años de descensos en los precios de importación, imputables fundamentalmente al acusado descenso registrado en los precios de las materias primas, se prevé que su tasa de variación anual retorne a terreno positivo en 2017. Un elemento clave de este cambio de signo es la recuperación de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. La intensificación gradual de las presiones inflacionistas a nivel mundial también podría contribuir eventualmente a esta evolución. La reducción de la capacidad ociosa sería un determinante adicional, junto a los precios de las materias primas, para el encarecimiento progresivo de los costes de producción mundiales. Aun así, se prevé que las presiones sobre los precios a escala mundial sigan siendo moderadas debido al nivel aún considerable de capacidad productiva sin utilizar y a la elevada competencia de los países con costes bajos.

**La mejora de las condiciones del mercado de trabajo se traducirá de forma creciente en aumentos de los costes laborales durante el horizonte abarcado por las proyecciones.**

Se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado aumentó hasta el 1,3% en 2016, y que alcanzará el 2,4% en 2019. Uno de los principales factores que explican este notable repunte es la mejora prevista de la situación del mercado de trabajo, con una escasez de mano de obra creciente en algunos países de la zona del euro. Además, el acusado incremento reciente de la inflación, que ha significado una caída pronunciada del crecimiento de los salarios reales, reduce el riesgo de efectos de segunda vuelta negativos a corto plazo. En

algunos países, la subida de la inflación también podría con el tiempo reflejarse en alzas de los salarios nominales, allí donde los procesos de negociación salarial incluyan un importante componente retrospectivo. No obstante, en 2017, el margen para efectos alcistas del aumento de la inflación sobre los salarios negociados se ve limitado por el hecho de que, en varios países, la mayoría de las negociaciones salariales para 2017 ya están concluidas. Asimismo, conviene destacar que, en algunos países, el grado de indexación de los salarios a la inflación ha experimentado una reducción sustancial en el pasado reciente. Es más, en algunos países de la zona del euro, los sistemas de indexación salarial que aún subsisten se basan en la inflación excluidos los precios de importación de la energía, la cual no ha mostrado hasta ahora un repunte significativo. Más allá del impacto de la inflación, en algunos países la necesidad de moderación salarial para recuperar competitividad de precios —o contención salarial acumulada— debería ir desapareciendo gradualmente durante el horizonte temporal considerado, apoyando el crecimiento de los salarios. Los efectos moderadores derivados de las reformas de los mercados de trabajo aplicadas en algunos países de la zona del euro durante la crisis podrían ir perdiendo intensidad a medida que la recuperación cíclica avance y se generalice. De forma similar, la moderación ejercida sobre el crecimiento de los salarios por los efectos de composición debería disminuir conforme avance la recuperación económica, ya que se prevé que las mejoras del empleo se generalicen a todos los sectores y se concentren menos en aquellos con baja productividad y, por tanto, con salarios bajos, como en los últimos años.

**Se prevé que durante el horizonte considerado los márgenes de beneficio sigan creciendo a un ritmo similar o ligeramente más lento que el observado recientemente.** Durante el período abarcado por las proyecciones, se estima que los márgenes de beneficio se verán favorecidos por la continuada recuperación de la economía. No obstante, a corto plazo, el reciente aumento de los precios del petróleo podría tener un efecto moderador sobre los márgenes debido a la posible incapacidad de las empresas para repercutir en su totalidad los incrementos de costes, sobre todo porque los márgenes se habrían beneficiado también de las caídas de los precios del petróleo registradas en el pasado. Además, la capacidad de los márgenes de beneficio de seguir expandiéndose durante el horizonte temporal considerado estará limitada por los aumentos esperados de los costes laborales unitarios.

**En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado considerablemente al alza para 2017, y ligeramente al alza para 2018.** La sustancial revisión al alza de la inflación del componente energético del IAPC para 2017 obedece a unos precios del petróleo más altos que los contemplados en las proyecciones de diciembre de 2016. Posteriormente, un perfil mucho más plano de la curva de los futuros del petróleo que en las proyecciones de diciembre de 2016 se traducirá en ligeras revisiones a la baja del componente energético a partir de 2018. En cambio, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se ha revisado ligeramente al alza para 2018 y 2019 como reflejo de efectos indirectos y de segunda vuelta asociados a unos precios del petróleo más elevados, así como de ciertos efectos al alza derivados del menor tipo de cambio del euro. Se estima que estos efectos al alza

serán algo mayores que los resultantes de las revisiones a la baja del componente energético del IAPC para 2018, y que se contrarrestarán en gran medida con las revisiones a la baja debidas a dicho componente en 2019.

### 3 Perspectivas de las finanzas públicas

**Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral de 2017 a 2019.** Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En 2016, la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal estuvo determinada principalmente por medidas fiscales de carácter discrecional, mientras que los factores no discrecionales desempeñaron un papel menor y estuvieron relacionados fundamentalmente con un pequeño descenso de los ingresos no tributarios.

**En el horizonte considerado, se proyecta que el déficit presupuestario y los ratios de deuda de las Administraciones Públicas se sitúen en una senda descendente.** De 2017 a 2019, un nuevo descenso de los pagos por intereses y la mejora del componente cíclico conllevan una reducción adicional del déficit presupuestario. Se prevé que el saldo primario ajustado de ciclo se mantenga, en líneas generales, sin variaciones. La reducción gradual de la deuda pública durante el horizonte examinado está respaldada fundamentalmente por el diferencial favorable entre el crecimiento y los tipos de interés. El superávit primario previsto tiene también un efecto favorable sobre la senda de deuda proyectada.

**En comparación con las proyecciones publicadas en diciembre de 2016, las perspectivas de la ratio de déficit son más favorables y la senda de la ratio de deuda se ha revisado a la baja.** Durante el período comprendido entre 2017 y 2019, la mejora de las perspectivas del déficit refleja, en parte, un efecto de arrastre positivo de 2016 y, en parte, un descenso del gasto primario esperado. La revisión a la baja de la ratio de deuda en relación con el PIB obedece a la mejora mencionada de las perspectivas presupuestarias y a una mayor contribución, principalmente en 2017, del diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés a la reducción de la deuda, como resultado de una revisión al alza de las perspectivas del PIB nominal de la zona del euro.

## Cuadro 1

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

(tasas de variación interanual)

	Marzo 2017				Diciembre 2016			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>PIB real<sup>1)</sup></b>	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5 - 2,1] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,7] <sup>2)</sup>	[0,5 - 2,7] <sup>2)</sup>	[1,6 - 1,8] <sup>2)</sup>	[1,1 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,6 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,4 - 2,8] <sup>2)</sup>
<b>Consumo privado</b>	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
<b>Consumo público</b>	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
<b>Exportaciones<sup>3)</sup></b>	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
<b>Importaciones<sup>3)</sup></b>	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
<b>Empleo</b>	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
<b>Tasa de desempleo (% de la población activa)</b>	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
<b>IAPC</b>	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4 - 2,0] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,8 - 2,6] <sup>2)</sup>	[0,2 - 0,2] <sup>2)</sup>	[0,8 - 1,8] <sup>2)</sup>	[0,7 - 2,3] <sup>2)</sup>	[0,9 - 2,5] <sup>2)</sup>
<b>IAPC excluida la energía</b>	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>IAPC excluidos la energía y los alimentos</b>	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos<sup>4)</sup></b>	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
<b>Costes laborales unitarios</b>	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
<b>Remuneración por asalariado</b>	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
<b>Productividad del trabajo</b>	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
<b>Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)</b>	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
<b>Saldo presupuestario estructural (% del PIB)<sup>5)</sup></b>	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
<b>Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)</b>	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
<b>Balanza por cuenta corriente (% del PIB)</b>	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) Datos ajustados por días laborables.

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

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

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

5) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de medidas temporales adoptadas por los Gobiernos (para más detalles sobre el enfoque del SEBC, véanse *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 y de escenarios

---

**Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales.** Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a algunos supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables. También se estudian las implicaciones de algunas de las posibles políticas del nuevo gobierno de Estados Unidos para las perspectivas de ese país, de la zona del euro y mundiales.

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

**Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran un riesgo de que esos precios se incrementen durante el horizonte de proyección a un ritmo mayor de lo que sugieren 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 perfil bastante plano de dichos precios, situándose el barril de Brent en torno a 56 dólares estadounidenses hasta final de 2019. Esta trayectoria es coherente con una recuperación moderada de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado al afianzamiento de la recuperación económica mundial. Con todo, el precio de los futuros del petróleo no parece reflejar un efecto al alza de larga duración derivado del acuerdo de la OPEP, debido probablemente al nivel de las reservas, próximo a su máximo histórico, y al posible aumento de la producción del petróleo no convencional. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE<sup>9</sup> para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugiere actualmente una trayectoria de crecimiento de dichos precios más dinámica que la contemplada en los supuestos técnicos. La materialización de una trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo fueran un 12,4 % más altos que en el escenario de referencia para 2019, frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento más rápido de la inflación medida por el IAPC (de 0,1 puntos porcentuales en 2017 y 0,2 puntos porcentuales en 2018 y 2019).

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

**Este análisis de sensibilidad investiga, a efectos ilustrativos, el impacto de una trayectoria del tipo de cambio del euro más débil que en el escenario de referencia.** Los riesgos de depreciación del tipo de cambio del euro proceden principalmente de una divergencia mayor de lo esperado de la orientación de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. En particular, un aumento del tipo de referencia de los fondos federales en Estados Unidos menos gradual de lo previsto podría ejercer presiones a la baja adicionales sobre el euro. Esto podría deberse, en particular, a un aumento de las expectativas de inflación en Estados Unidos en un entorno de políticas fiscales expansivas y tensiones en el mercado de trabajo. La trayectoria alternativa del tipo de cambio del euro 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 euro y el dólar

---

<sup>9</sup> Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», Boletín Económico, nº. 4, BCE, 2015.

estadounidense el 14 de febrero de 2017. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 0,98 en 2019, que es un 7,6 % 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 fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Este supuesto se traduce en una divergencia gradual a la baja del tipo de cambio efectivo del euro de hasta un 4 % por debajo del escenario de referencia en 2019. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por los expertos apunta a un mayor crecimiento del PIB real (de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales por año) y a una mayor inflación medida por el IAPC (de 0,1 puntos porcentuales en 2017 y de entre 0,3 y 0,4 puntos porcentuales en 2018 y 2019).

### **3) Escenarios con el nuevo Gobierno de Estados Unidos: implicaciones para las perspectivas estadounidenses, de la zona del euro y mundiales**

**La propuesta del partido republicano estadounidense de un «impuesto sobre el flujo de caja en destino y ajustado en frontera» representaría una reforma importante del sistema del impuesto de sociedades de Estados Unidos, que podría tener consecuencias importantes para las perspectivas de este país y efectos para el resto del mundo y la zona del euro<sup>10</sup>.** En este escenario se analiza el posible impacto de la reforma impositiva propuesta en la economía mundial, de Estados Unidos y la zona del euro.

**La propuesta se compone de cuatro elementos principales:** i) un ajuste en frontera, es decir, una deducción de los ingresos por exportaciones aunque deja de aplicarse la deducción de los costes de las importaciones de la base imponible; ii) un cambio de un sistema basado en origen (por el que las empresas están sujetas a tributación en función de su domicilio, es decir, si mantienen sus activos en Estados Unidos) a un sistema basado en destino (por el que se grava a las empresas solo por los beneficios procedentes de ventas realizadas en Estados Unidos). Ello implica que los beneficios obtenidos de ventas realizadas fuera de Estados Unidos dejarán de estar sujetos a tributación, independientemente del lugar en el que la empresa mantenga sus activos. Este cambio podría reducir los incentivos para desviar los beneficios a «paraísos fiscales» e incentivar a las empresas a repatriar a Estados Unidos los ingresos sujetos a imposición en el extranjero; iii) una reducción del tipo del impuesto de sociedades desde el 35 % hasta el 20 %; e iv) incentivos fiscales para nuevas inversiones en Estados Unidos. Ello permite deducir íntegramente el gasto de inversión y eliminar la deducción del pago de intereses de la base imponible del impuesto.

**La subvención a los exportadores y los impuestos a los importadores implicarían una mejora sustancial de la competitividad y un descenso de la demanda de importaciones en Estados Unidos, que incrementaría su PIB.** No obstante, es probable que ello se viera compensado en parte por una apreciación del dólar. Al mismo tiempo, aumentaría la inflación en Estados Unidos, debido a que los importadores trasladarían parte de los costes adicionales de la subida impositiva a los precios internos y a que el fortalecimiento de la actividad económica y el aumento del empleo impulsarían el crecimiento de los salarios. Sin embargo, el alza de la inflación podría traducirse en un descenso del consumo privado en términos reales. En conjunto, la reforma

<sup>10</sup> Véase el documento titulado «A better way – our vision for a confident America», 24 de junio de 2016 en el siguiente enlace [https://abetterway.speaker.gov/\\_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf](https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf)

tributaria podría contribuir a equilibrar la economía de Estados Unidos, con un descenso de su déficit comercial, aunque el bienestar de los consumidores podría verse afectado si descendiera el consumo de los hogares.

**Los efectos de contagio al resto del mundo podrían ser negativos como consecuencia del ajuste en frontera.** La demanda externa de Estados Unidos se vería afectada por dos efectos opuestos. Por una parte, el estímulo fiscal derivado de la bajada del tipo impositivo incrementaría la demanda estadounidense y, en consecuencia, las importaciones. Por otra, debido al nuevo impuesto aplicable a las importaciones destinadas a Estados Unidos, los bienes y servicios producidos en el extranjero serían menos competitivos en este país. En conjunto, a menos que se vean compensadas íntegramente con las variaciones de los tipos de cambio, es probable que las distorsiones comerciales introducidas por el ajuste en frontera contrarresten con creces el impacto positivo del estímulo fiscal a las importaciones estadounidenses.

**En un escenario de reacción coordinada contra el ajuste fiscal en frontera de Estados Unidos, el comercio mundial experimentaría un descenso significativamente más acusado, mientras que el impacto favorable en la economía de Estados Unidos disminuiría.** Teniendo en cuenta el fuerte impacto negativo de la imposición del ajuste en frontera sobre la economía mundial, no puede excluirse una reacción contra Estados Unidos. Si ello ocurriese, por ejemplo con la aplicación de aranceles a los bienes estadounidenses en el resto del mundo, el crecimiento del PIB en Estados Unidos se vería afectado adversamente debido a un descenso de la competitividad de los precios. Sin embargo, el impacto positivo de la bajada del tipo impositivo interno en la actividad estadounidense podría compensar el efecto negativo derivado de la represalia comercial. Con todo, en este escenario, el descenso del comercio mundial sería significativamente más acusado.

**En lo que respecta al contagio a la zona del euro, los efectos económicos netos dependerían de la intensidad de los canales de transmisión de la perturbación de las políticas estadounidenses, sus efectos de contagio al resto del mundo y las respuestas de política de fuera de Estados Unidos.** Si no hubiera reacción en contra de esta política, el efecto en el PIB de la zona del euro sería claramente negativo. La relación real de intercambio para todos los socios comerciales de Estados Unidos, incluida la zona del euro empeoraría. En general, habría menos demanda extranjera para los bienes y servicios de la zona del euro y precios de competidor más bajos, lo que empeoraría la demanda de exportaciones de la zona del euro.

**Si se produjera una represalia contra Estados Unidos, el impacto negativo sobre el PIB de la zona del euro sería más reducido.** El efecto sobre la competitividad de la economía estadounidense derivado de la subvención a las exportaciones podría verse compensado en cierta medida por los aranceles bilaterales a las importaciones impuestos por otros países. Con todo, el efecto directo negativo derivado del descenso de la demanda de importaciones estadounidenses, junto con los efectos negativos para el crecimiento en el resto del mundo, podría dar lugar a una reducción de la demanda externa de la zona del euro y de su PIB.

**Los efectos de contagio al resto del mundo podrían verse amplificados si variaciones significativas del dólar estadounidense y un endurecimiento de las condiciones de financiación diesen lugar a fuertes tensiones financieras en las economías emergentes.** Los escenarios descritos anteriormente se basan en una apreciación limitada del dólar y en el supuesto de que no aumentarán los efectos de contagio financiero a las economías emergentes. Si la

apreciación del dólar se tradujera en fuertes tensiones financieras para estas economías, los efectos de contagio al resto del mundo podrían ser significativamente más negativos.

---

## **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).

**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, en términos generales, dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE (que figuran entre corchetes).**

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

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE</b>	Marzo 2017	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7
		[1,5-2,1]	[0,7-2,7]	[0,5-2,7]	[1,4-2,0]	[0,9-2,3]	[0,8-2,6]
<b>Comisión Europea</b>	Febrero 2017	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
<b>OCDE</b>	Marzo 2017/ Noviembre 2016	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
<b>Barómetro de la zona del euro</b>	Febrero 2017	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
<b>Consensus Economics Forecasts</b>	Febrero 2017	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
<b>Encuesta a expertos en previsión económica</b>	Enero de 2017	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
<b>FMI</b>	Enero 2017/ Octubre 2016	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Fuentes: Previsiones económicas europeas de invierno de 2017 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de enero de 2017 (PIB real); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2016 (IAPC); Interim Economic Outlook de la OCDE, marzo de 2017 (PIB real); OECD Economic Outlook, noviembre de 2016 (IAPC); Consensus Economics Forecasts, febrero de 2017; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics febrero de 2017; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, enero de 2017.

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

© Banco Central Europeo, 2017

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono +49 69 1344 0  
Sitio web [www.ecb.europa.eu](http://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-17-001-ES-N (pdf)