

# Diciembre de 2016

## Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro<sup>1</sup>

*Se espera que la recuperación económica de la zona del euro continúe, básicamente en línea con las proyecciones de septiembre de 2016. La recuperación mundial prevista y la resistencia de la demanda interna, apoyadas por la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, los avances logrados en el pasado en el desapalancamiento de todos los sectores y la continuación de la mejora del mercado de trabajo respaldarán la recuperación durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real se situará en el 1,7 % en 2016 y 2017 y en el 1,6 % en 2018 y 2019.*

*La inflación medida por el IAPC se incrementará significativamente desde el 0,2 % registrado en 2016 hasta el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019, impulsada particularmente a corto plazo por el cambio de los precios del petróleo. Por otra parte, a medida que se reduce gradualmente la holgura en los mercados de trabajo, los incrementos del crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios deberían reforzar también la inflación medida por el IAPC durante el horizonte temporal de las proyecciones.*

1

### Economía real

**El PIB real creció un 0,3% en el tercer trimestre de 2016, respaldado por la demanda interna.** La información disponible sobre el tercer trimestre sugiere que el consumo privado y la formación de capital fijo contribuyeron positivamente a la actividad, mientras que las exportaciones crecieron menos que las importaciones, dando como resultado una contribución negativa de la demanda exterior neta. La situación de los mercados de trabajo ha seguido mejorando en los últimos meses, con un crecimiento del empleo sorprendentemente al alza y un descenso de las tasas de desempleo mayor de lo esperado. La confianza continuó mejorando en todos los sectores y países, apuntando a un crecimiento sólido a corto plazo.

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «*A guide to 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 relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio fue el 17 de noviembre de 2016 (véase el recuadro 2). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 24 de noviembre de 2016.

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.

**Se estima que durante el horizonte de proyección el crecimiento del PIB real será del 1,7 % en 2016 y 2017 y del 1,6 % en 2018 y 2019.** Se espera que la capacidad de resistencia de la demanda interna, respaldada principalmente por la orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE, siga sosteniendo el crecimiento del PIB real. Se proyecta que las exportaciones cobren impulso gradualmente como consecuencia de la recuperación gradual a nivel mundial esperada, que se traducirá en una mejora paulatina de la contribución de la demanda exterior neta durante el horizonte temporal considerado.

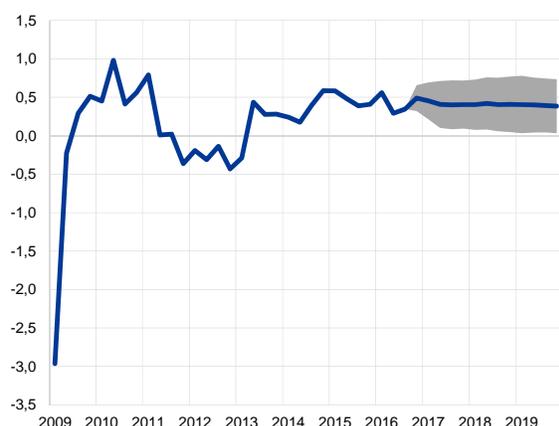
## Gráfico 1

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

(datos trimestrales)

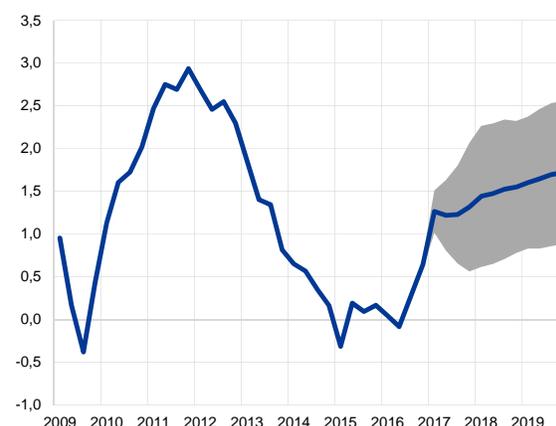
#### PIB real de la zona del euro<sup>2)</sup>

(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.

**Se espera que, en general, el gasto en consumo privado mantenga su impulso durante el horizonte de proyección.** La confianza de los consumidores ha mostrado una nueva mejora en los últimos meses, como consecuencia de la mejora de las expectativas económicas generales y de unas expectativas financieras individuales más favorables.

**Las perspectivas a medio plazo del crecimiento de la renta nominal disponible siguen siendo positivas.** La contribución de los salarios brutos aumentará durante el horizonte considerado, debido a que el menor crecimiento del empleo se ve compensado con creces por una aceleración más intensa de la remuneración por asalariado. El crecimiento de otras rentas personales se reforzará, en línea con el perfil de beneficios, y se espera una contribución ligeramente negativa de las transferencias fiscales netas. Al mismo tiempo, se prevé que el crecimiento de la renta real disponible se desacelere en 2017 debido al repunte de la inflación de los precios de consumo y que mantenga su impulso posteriormente.

**La mejora de las condiciones de financiación bancaria, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE, debería 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 favorecer adicionalmente el consumo privado agregado. Asimismo, los progresos logrados en el desapalancamiento y el aumento previsto del patrimonio neto de los hogares, que refleja nuevos incrementos de los precios de la vivienda, deberían respaldar también el consumo. En general, de acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del consumo privado se desacelerará ligeramente desde el 1,7 % en 2016 hasta el 1,5 % en 2017 y 2018 y el 1,4 % en 2019.

**Se prevé que la tasa de ahorro descienda hasta mediados de 2017 y se mantenga estable a partir de entonces.** Se estima que la tasa de ahorro ha aumentado desde mediados de 2015, debido muy posiblemente a que los hogares han ahorrado parte de los incrementos de renta procedentes de los precios del petróleo. Se espera que este impacto sea temporal y que su reversión implique un descenso de dicha tasa durante 2017. Posteriormente, la tasa de ahorro se mantendrá sin cambios durante el resto del horizonte de proyección: el descenso del desempleo, la mejora de las condiciones crediticias y los bajos tipos de interés deberían tender a reducir la tasa de ahorro en algunos países, mientras que las actuales necesidades de desapalancamiento y la suavización procíclica del consumo la incrementarían.

## Recuadro 1

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

---

**En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las variaciones de los supuestos técnicos incluyen tipos de interés más altos, unos precios del petróleo en dólares más elevados, una pequeña apreciación 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 17 de noviembre de 2016, fecha límite de recepción de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2016 y 2017, 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 0,8 % en 2016, del 1,2 % en 2017, del 1,5 % en 2018 y del 1,7 % en 2019<sup>2</sup>. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos que las entidades aplican a los préstamos al sector privado no financiero de la zona

<sup>2</sup> El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento a diez años de todos los bonos a la par de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte 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.

del euro aumenten ligeramente en 2017 y experimenten nuevas subidas 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 17 de noviembre, fecha de cierre de los datos, se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde 52,4 dólares en 2015, hasta 43,1 en 2016, y que posteriormente aumente hasta 49,3 dólares en 2017, 52,6 en 2018 y 54,6 en 2019, lo que representa, respecto de las proyecciones de septiembre, un incremento medio aproximado de 2 dólares durante 2017-2018. Se espera que los precios de las materias primas no energéticas en dólares disminuyan ligeramente en 2016 y que aumenten en 2017 y años posteriores<sup>3</sup>. Los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 17 de noviembre, fecha de cierre de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio entre el euro y el dólar de 1,11 en 2016 y de 1,09 durante el período comprendido entre 2017 y 2019, frente a los 1,11 de las proyecciones de septiembre. Se estima que el tipo de cambio efectivo nominal del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) se apreciará un 0,2 % en 2016 y un 0,4 % en 2017 y 2018 respecto al ejercicio de septiembre.

#### Supuestos técnicos

	Diciembre 2016				Septiembre 2016		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Precio del petróleo (en USD por barril)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

#### Se estima que la inversión residencial de la zona del euro seguirá creciendo.

La aceleración proyectada del crecimiento de la renta nominal disponible, los tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios y otras limitadas oportunidades de inversión respaldarán una recuperación sostenida de la 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, principalmente a través de una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios. Por otra parte, parece que el proceso de ajuste en los mercados de la vivienda ha finalizado en algunos países y que los precios residenciales han empezado a subir. Sin embargo, se espera que el efecto moderador de los altos niveles de desempleo y de endeudamiento de los hogares en algunos países sobre la inversión residencial desaparezca gradualmente. Los niveles ya elevados de inversión residencial en relación con la renta disponible y la

<sup>3</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 no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el cuarto trimestre de 2017 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

evolución demográfica desfavorable frenan el crecimiento de la inversión residencial en otros países.

**Se espera que la inversión empresarial experimente un crecimiento sostenido.**

Se estima que diversos factores apoyarán la evolución de la inversión empresarial: la confianza de las empresas sigue mejorando en vista de las favorables expectativas de producción, un aumento de la cartera de pedidos y un cambio en las expectativas de precios de venta; la utilización de la capacidad productiva se sitúa ya en su nivel máximo desde mediados de 2008; las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables, respaldadas por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE; 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 de la deuda han situado la ratio de apalancamiento (ratio de deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras en niveles próximos a sus mínimos históricos. No obstante, la recuperación de la inversión empresarial seguirá viéndose frenada por las rigideces de los mercados de productos y por las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado.

**El crecimiento de las exportaciones fuera de la zona del euro se acelerará durante el horizonte de proyección en consonancia con la demanda externa.**

Se espera que la demanda externa cobre impulso desde mediados de 2016, en línea con el aumento de la demanda de importaciones en las economías avanzadas y emergentes (incluidos Rusia y Brasil). No obstante, la debilidad del crecimiento de las importaciones en el Reino Unido impedirá un mayor crecimiento de la demanda externa de la zona del euro. En conjunto, de acuerdo con las proyecciones, las tasas de crecimiento de la demanda externa se mantendrán muy por debajo de sus niveles anteriores a la crisis<sup>4</sup>. Las exportaciones fuera de la zona del euro cobrarán impulso a partir del cuarto trimestre de 2016, en línea con el ritmo de la demanda externa. Las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro crecerán a un ritmo ligeramente superior que las exportaciones fuera de la zona del euro y en consonancia con su elasticidad histórica respecto de la demanda total. Se estima que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real será ligeramente más favorable durante el horizonte temporal considerado. Se espera que el superávit de la balanza por cuenta corriente se mantenga constante en torno al 3,1 % del PIB.

---

<sup>4</sup> Véase IRC Trade Task Force, «*Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?*», *Occasional Paper Series*, n.º 178, BCE, septiembre de 2016.

## Recuadro 2

### Entorno internacional

**La actividad mundial se incrementará a lo largo del horizonte considerado.** Los datos disponibles desde la publicación de las proyecciones anteriores parecen confirmar esta valoración para el segundo semestre del año, y sugieren un crecimiento relativamente estable en las economías avanzadas y una ligera mejora en las economías emergentes. A más largo plazo, se espera que la actividad económica mundial continúe reforzándose, aunque se mantendrá a un ritmo inferior al de antes de la crisis. Las perspectivas para las economías avanzadas y emergentes siguen siendo dispares. Se estima que la continuación de la orientación en general acomodaticia de las políticas y la mejora de los mercados de trabajo respaldarán la actividad en Estados Unidos, mientras que en Japón el ritmo de expansión seguirá siendo moderado, y en el Reino Unido el aumento de la incertidumbre se dejará sentir en las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Por otra parte, la actual desaceleración en China influirá probablemente en las perspectivas para la economía de otros mercados emergentes, mientras que la salida gradual de las profundas recesiones en algunos mayores exportadores de materias primas sigue siendo un apoyo para el crecimiento mundial a más largo plazo.

**También se espera que el comercio mundial haya ganado cierto impulso en el segundo semestre de este año, tras la debilidad observada en el primero.** Las importaciones mundiales, excluida la zona del euro, se han revisado ligeramente al alza en el primer semestre de 2016 y los indicadores disponibles sugieren señales positivas referidas a las perspectivas a corto plazo. A medio plazo, se espera que el comercio mundial se refuerce, beneficiándose de la recuperación de la actividad mundial. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se prevé que se incrementará un 1,5 % en 2016, un 2,4 % en 2017, un 3,4 % en 2018 y un 3,6 % en 2019.

### Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

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

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

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

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, las perspectivas para la recuperación mundial y la demanda externa han variado poco.

**Se espera que la brecha de producción negativa se cierre hacia el final del horizonte de proyección, como reflejo del crecimiento moderado del producto potencial.** El crecimiento del producto potencial seguirá siendo débil durante el horizonte considerado, y se mantendrá muy por debajo de su tasa anterior a la crisis de en torno al 1,7 %. La debilidad de la dinámica del producto potencial obedece principalmente a una baja contribución del capital tras un período prolongado de inversión muy moderada. De acuerdo con las proyecciones, la contribución del trabajo mejorará ligeramente, reflejando un incremento de la población en edad de

trabajar y un aumento de la tasa de actividad debido a las reformas estructurales. Con todo, la contribución del trabajo seguirá siendo ligeramente inferior a su media anterior a la crisis como consecuencia del envejecimiento de la población. Puesto que se espera que el crecimiento actual se sitúe bastante por encima de la senda moderada de producto potencial, la brecha negativa de producción se estrechará progresivamente y se cerrará antes del final del horizonte de proyección.

**Se espera que las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando durante el período analizado.** El empleo seguirá incrementándose a lo largo del horizonte de proyección, aunque a menor ritmo que en los últimos trimestres, lo que, a corto plazo, obedece principalmente a una normalización debida a la desaparición de los efectos de algunos factores favorables transitorios, mientras que, durante el resto del horizonte temporal, obedece fundamentalmente a que se considera que la escasez de oferta de mano de obra cualificada será más acusada en algunas partes de la zona del euro. Esta evolución del empleo implica un repunte del crecimiento de la productividad del trabajo desde el 0,3 % en 2016 hasta el 0,9 % en 2019, como reflejo de un patrón procíclico con un aumento de la utilización del capital y el trabajo, un incremento del número de horas trabajadas por persona ocupada y ciertas mejoras de la productividad total de los factores. 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 es más acusada que la de la población activa.

**En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente al alza a corto plazo y posteriormente se mantienen prácticamente sin cambios.** La mejora de las perspectivas a corto plazo refleja una evolución más favorable de los indicadores a corto plazo y las recientes sorpresas positivas referidas a los mercados de trabajo y de la vivienda.

## 2 Precios y costes

**De acuerdo con las proyecciones, la inflación medida por el IAPC aumentará significativamente desde el 0,2 % en 2016 hasta el 1,3 % en 2017 y seguirá incrementándose ligeramente hasta el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.** Se espera que el repunte de la inflación medida por el IAPC en 2016 y 2017 se deba en cuatro quintas partes aproximadamente a la contribución de los precios de la energía. La desaparición de los fuertes efectos moderadores derivados de anteriores descensos de los precios del petróleo, que lastraron la inflación en 2015 y 2016, impulsará considerablemente la inflación en 2017, especialmente al inicio del año. Posteriormente, el perfil cada vez más plano de la curva de los futuros del petróleo se traducirá en una leve disminución de la tasa de inflación de este componente del IAPC durante el resto de 2017 y en una evolución prácticamente constante más adelante.

**Se espera que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos aumente gradualmente durante el horizonte de proyección debido a**

**las crecientes presiones internas sobre los costes.** Se prevé que las continuas mejoras en las condiciones de los mercados de trabajo, como refleja el crecimiento continuado del empleo, reduzcan la holgura en dichos mercados. Ello contribuirá a un aumento notable de los salarios y de los costes laborales unitarios hasta el final de 2019. También se espera que los márgenes de beneficio sigan creciendo en consonancia con el cierre de la brecha de producción, aunque a un ritmo en general constante o más lento que el observado recientemente. Asimismo, la desaparición de los efectos moderadores derivados de los anteriores descensos de los precios del petróleo y las subidas de los dichos precios incluidas en los supuestos deberían apoyar el incremento de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos vía efectos indirectos. En contraste, el debilitamiento de los efectos alcistas derivados de la anterior depreciación del euro junto con los efectos bajistas como resultado de su posterior apreciación moderan estas perspectivas de inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos. En general, se espera que esta se sitúe en el 0,9 % en promedio en 2016 y aumente gradualmente hasta el 1,7 % en 2019, y que sea el principal determinante del fortalecimiento de la inflación medida por el IAPC a partir de mediados de 2017.

**El giro esperado en los precios de importación es un factor importante del fortalecimiento de la inflación a corto plazo proyectado.** Tras un período inusualmente prolongado de descensos sucesivos de los precios de importación, se espera que su tasa de variación anual vuelva a ser positiva en 2017. Un elemento clave del giro previsto es la subida de los precios de las materias primas y, en particular, del petróleo, incluida en los supuestos. Los pronunciados efectos de base alcistas también contribuyen significativamente al cambio de tendencia de la tasa de variación anual del deflactor de las importaciones de 2016 a 2017. El avance gradual de las presiones inflacionistas a escala mundial no relacionadas con las materias primas, apoyado por una reducción de la capacidad productiva sin utilizar, debería contribuir a las presiones externas sobre los precios en la zona del euro. Pese a su aumento esperado, se proyecta que las presiones sobre los precios a escala mundial sigan siendo moderadas, debido al nivel aún considerable de capacidad productiva sin utilizar tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y a la consiguiente elevada competencia con países de costes bajos.

**Se prevé que el crecimiento de los salarios aumente visiblemente durante todo el horizonte considerado a medida que se reduzca la holgura en los mercados de trabajo y desaparezcan gradualmente otros factores que lastran el crecimiento de los salarios.** Se proyecta que el crecimiento de la remuneración por asalariado aumente desde el 1,2 % en 2016 hasta el 2,4 % en 2019. Los principales determinantes de este notable repunte son las mejoras previstas en las condiciones de los mercados de trabajo y el aumento de la inflación esperado, que a su vez debería contribuir a la evolución de los salarios, dado que los procesos de negociación salarial incluyen un importante componente retrospectivo en algunos países de la zona del euro. Asimismo, la necesidad de moderación salarial para recuperar la competitividad de precios en algunos países o de contención salarial acumulada debería reducirse gradualmente durante el horizonte considerado. Por otra parte, los efectos moderadores derivados de las reformas estructurales de los mercados de trabajo aplicadas en algunos países de la zona del euro durante la

crisis podrían pesar menos en el crecimiento de los salarios a medida que la recuperación cíclica avance y se amplíe. Por último, los efectos de composición deberían desaparecer conforme la mejora del empleo se generalice y esté menos concentrada en la baja productividad y, por tanto, en los sectores de salarios bajos, que en los últimos años.

**Los márgenes de beneficio seguirán aumentando durante el horizonte de proyección, favorecidos por la continuada recuperación de la economía, aunque a un ritmo mucho más lento que en 2015.** La frágil evolución de los costes laborales unitarios y la acusada caída de los precios del petróleo, que no parece haberse transmitido totalmente a los precios de consumo, impulsaron los márgenes en 2015. La desaparición gradual de los efectos de los precios del petróleo y el repunte de los costes laborales unitarios en 2016 se traducirán previsiblemente en un menor crecimiento de los márgenes. Este aumento moderado y en general estable de los márgenes durante el resto del horizonte de proyección es compatible con la recuperación cíclica prevista y con cierto efecto moderador procedente del incremento de los costes laborales.

**En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.**

Aunque la trayectoria de la inflación subyacente es ligeramente más débil que en el ejercicio de proyección anterior, se ve compensada con creces por el aumento de la inflación de los precios de la energía en 2017.

### 3 Perspectivas de las finanzas públicas

**Se prevé que la orientación de la política fiscal sea expansiva en 2016 y básicamente 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 expansiva de la política fiscal ha estado determinada principalmente por medidas fiscales de carácter discrecional, mientras que los factores no discrecionales desempeñan un papel menor y están 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.** En 2016, la disminución de los pagos por intereses y la mejora del componente cíclico han compensado con creces el deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. De 2017 a 2019, un nuevo descenso de los pagos por intereses y la mejora en el componente cíclico conllevan una reducción adicional del déficit presupuestario, mientras que el saldo primario ajustado de ciclo se mantiene sin variación. La disminución gradual de la deuda pública durante el horizonte examinado está respaldada fundamentalmente por el diferencial favorable entre el crecimiento y los tipos de interés en vista de la recuperación económica esperada y de los bajos tipos de interés considerados en los supuestos. Los superávits primarios tienen también un efecto positivo sobre la senda de deuda proyectada.

**En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las perspectivas de las finanzas públicas se mantienen prácticamente sin cambios por lo que respecta a la ratio de déficit, mientras que la ratio de deuda se ha revisado al alza para 2017 y 2018.** La revisión al alza de la ratio de deuda en relación con el PIB en 2017 y 2018 obedece principalmente a una menor contribución del diferencial entre el crecimiento y los tipos de interés a la reducción de la deuda, como resultado de la revisión a la baja del PIB nominal de la zona del euro.

## Cuadro 1

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

(tasas de variación interanual)

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

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

### Recuadro 3

#### Análisis de sensibilidad y de escenarios

---

**Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales.** Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a algunos supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con 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 una trayectoria ascendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en 55 dólares estadounidenses a finales 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 y a un ligero descenso de la oferta de petróleo. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del Eurosistema<sup>5</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 19 % mayores 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 hasta aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en 2017, 0,2 puntos porcentuales en 2018 y 0,3 puntos porcentuales en 2019).

**Tras la finalización de este ejercicio de proyección, la OPEP acordó el 30 de noviembre de 2016 una reducción de la oferta de petróleo, que dio lugar a una fuerte subida de los precios de los futuros del petróleo a corto plazo, seguida de una trayectoria ligeramente ascendente más adelante en el horizonte considerado.** Si esta trayectoria se materializase, la inflación medida por el IAPC sería más elevada en 2017, pero su impacto sobre la evolución de la inflación en 2018 y 2019 sería menor que el de la trayectoria implícita en el escenario de referencia.

---

<sup>5</sup> Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», Boletín Económico, nº. 4, BCE, 2015.

## 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 proceden principalmente de una divergencia 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 estadounidense el 17 de noviembre de 2016. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 0,95 en 2019, que es un 9,7 % 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 50 %. Este supuesto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro de hasta un 5,2 % 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 0,2 y 0,3 puntos porcentuales por año) y a una mayor inflación medida por el IAPC (de 0,2 puntos porcentuales en 2017 y de entre 0,4 y 0,5 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

**Los posibles cambios en las políticas del Gobierno de Estados Unidos tras la elección de Donald Trump aún se están perfilando.** Aunque los detalles de sus futuras políticas aún no se conocen y, por tanto, no se han incluido en el escenario de referencia, el presidente electo esbozó durante su campaña las líneas básicas de su programa: i) un amplio paquete de medidas de estímulo fiscal, que incluye posiblemente una combinación de rebajas de impuestos a las personas físicas y a las grandes empresas y un aumento del gasto en infraestructuras y defensa; ii) una política de inmigración más estricta; y iii) un mayor proteccionismo comercial. Con las limitaciones propias de la elevada incertidumbre en torno a estas futuras políticas, a continuación se examina el impacto de las tres líneas básicas mencionadas.

**Este paquete de medidas probablemente tendrá implicaciones inflacionistas para Estados Unidos, aunque su impacto sobre la actividad dependerá de las medidas que finalmente se adopten.** Las medidas fiscales impulsarán el crecimiento del PIB real y la inflación, pero una subida de los tipos de interés o una apreciación del dólar podrían mitigar dicho impulso. Una política de inmigración más estricta afectaría de forma más bien modesta a la actividad si la disminución de la población activa se ve compensada en buena medida con una mayor tasa de participación y un incremento del empleo en otros sectores de población interna. Las políticas comerciales proteccionistas, en forma de subidas arancelarias, podrían ser correspondidas con un tratamiento recíproco y provocar un descenso del PIB real estadounidense durante el horizonte considerado, debido a una disminución de las exportaciones.

**Los efectos a escala mundial dependen de la fortaleza relativa de distintos canales.** Si las economías emergentes se ven afectadas gravemente por las medidas proteccionistas, es probable que su crecimiento sufra un impacto adverso, mientras que otras regiones podrían beneficiarse inicialmente del estímulo fiscal estadounidense y de efectos comerciales de sustitución.

**Los efectos para la zona del euro dependen de distintos canales.** En primer lugar, la política fiscal expansiva impulsaría la demanda interna estadounidense, debilitaría al euro frente al dólar y daría lugar a una mayor demanda de bienes y servicios de la zona del euro. En segundo lugar, dado que la actividad interna y las importaciones en Estados Unidos y las economías emergentes podrían reducirse como resultado de las subidas arancelarias y de otras políticas comerciales, el efecto directo sobre la demanda derivado de las políticas comerciales de Estados Unidos podría ser negativo para la zona del euro. No obstante, si los aranceles a las importaciones de la zona no aumentan, la competitividad de precios de la zona del euro mejoraría respecto a los países que soporten aranceles más elevados, lo que podría dar como resultado un efecto de sustitución mundial a favor de la zona. En general, los efectos para la zona del euro siguen siendo muy inciertos y dependen de las políticas concretas que adopte el nuevo Gobierno de Estados Unidos.

#### **Recuadro 4**

##### Previsiones de otras instituciones

---

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

**Como se indica en el cuadro, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC están en general dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema (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		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2016	1,7	1,7	1,6	0,2	1,3	1,5
		[1,6-1,8]	[1,1-2,3]	[0,6-2,6]	[0,2-0,2]	[0,8-1,8]	[0,7-2,3]
Comisión Europea	Noviembre 2016	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OCDE	Noviembre 2016	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Barómetro de la zona del euro	Noviembre 2016	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2016	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Octubre 2016	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
FMI	Octubre 2016	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Fuentes: Previsiones Económicas Europeas de la Comisión Europea, otoño de 2016; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2016; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2016; Consensus Economics Forecasts, noviembre de 2016; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, noviembre de 2016; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, octubre de 2016.

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

© Banco Central Europeo, 2016

Dirección postal: 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.