



Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017¹

La expansión económica en la zona del euro mantendrá un ritmo vigoroso, con un crecimiento mayor de lo esperado anteriormente y muy superior a su potencial. El PIB real se ralentizará progresivamente, desde el 2,4 % en 2017 hasta el 1,7 % en 2020, a medida que los efectos de distintos factores que respaldan el crecimiento desaparezcan de forma gradual. La inflación medida por el IAPC se mantendrá estable en los próximos trimestres y posteriormente repuntará hasta situarse en el 1,7 % en 2020, apoyada por el aumento de la inflación subyacente conforme se acentúen las restricciones de capacidad. La inflación medida por el IAPC se ha revisado ligeramente al alza a corto plazo debido a la subida de los precios del petróleo y de los alimentos.

1 Economía real

Unos indicadores muy favorables sugieren que el dinamismo del crecimiento del PIB real continuará a corto plazo. De acuerdo con la última estimación de Eurostat, el PIB real creció un 0,6 % en el tercer trimestre de 2017, impulsado por un notable aumento de la demanda interna y, especialmente, por el gasto de inversión en capital fijo. Las condiciones de los mercados de trabajo han seguido mejorando en los últimos meses, incluso más rápido de lo esperado anteriormente, y la tasa de desempleo ha descendido hasta situarse en el 9,0 % en el tercer trimestre de 2017, su nivel más bajo desde finales de 2008. El crecimiento del PIB real mantendrá su fortaleza en el futuro próximo, en consonancia con los niveles muy elevados de confianza empresarial y de los consumidores.

A medio plazo, el crecimiento sigue respaldado por las favorables condiciones de financiación, la mejora de los mercados de trabajo y la continuación de la

¹ 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. 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 22 de noviembre de 2017 (véase el recuadro 1). La fecha límite para incluir otra información en este ejercicio fue el 30 de noviembre de 2017.

El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2017-2020. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013.

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

recuperación mundial. A más largo plazo, diversos factores favorables seguirán apoyando el consumo y la inversión privados. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue transmitiéndose a la economía. El crecimiento del crédito al sector privado continúa expandiéndose, estimulado por los bajos tipos de interés y las favorables condiciones de financiación bancaria. Las menores necesidades de desapalancamiento también contribuirán al dinamismo del gasto privado. El crecimiento del consumo privado y de la inversión residencial deberían beneficiarse asimismo de las mejoras adicionales de las condiciones de los mercados de trabajo. Al mismo tiempo, la inversión empresarial seguirá recuperándose, debido también al fortalecimiento de los indicadores de márgenes en un contexto de crecientes presiones de demanda. Se espera que las exportaciones de la zona del euro mantengan su vigor y se beneficien de la expansión en curso de la actividad económica mundial y del consiguiente crecimiento de la demanda externa de la zona del euro.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación interanual)

	Diciembre 2017				Septiembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIB real	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3 - 2,5] ²⁾	[1,7 - 2,9] ²⁾	[0,9 - 2,9] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾	[2,1 - 2,3] ²⁾	[1,0 - 2,6] ²⁾	[0,6 - 2,8] ²⁾
Consumo privado	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Consumo público	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Exportaciones³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Importaciones³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Empleo	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Tasa de desempleo (% de la población activa)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
IAPC	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5 - 1,5] ²⁾	[0,9 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾	[0,8 - 2,6] ²⁾	[1,4 - 1,6] ²⁾	[0,6 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,3] ²⁾
IAPC excluida la energía	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Costes laborales unitarios	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Remuneración por asalariado	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Productividad del trabajo	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Saldo presupuestario estructural (% del PIB)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

1) El PIB real y sus componentes se basan en 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.

No obstante, de acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB real se ralentizará ligeramente durante el horizonte de proyección, como consecuencia de la desaparición gradual de muchos factores favorables. Se espera que el impacto de las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado descienda gradualmente durante el período analizado. La apreciación del euro

desde abril de 2017 y una desaceleración del crecimiento de la demanda externa de la zona del euro frenarán el crecimiento de las exportaciones. También se proyecta un menor ritmo de crecimiento del empleo, debido en parte a la escasez de mano de obra en algunos países.

Se espera que el consumo privado siga siendo fuerte durante el horizonte de proyección. El nivel muy favorable de confianza de los consumidores, las mejoras adicionales de los mercados de trabajo y el aumento de la remuneración real por asalariado sugieren que el crecimiento del consumo seguirá siendo sólido durante los próximos trimestres, en línea con el poder adquisitivo real. La contribución de los salarios brutos al crecimiento de la renta nominal disponible se mantendrá generalmente estable durante el período analizado, debido a que el impacto de la desaceleración del empleo se verá compensado por un incremento más pronunciado de los salarios nominales. Se proyecta un mayor crecimiento de otras rentas personales, como reflejo de la evolución positiva de los beneficios y de las rentas de la propiedad.

La mejora de las condiciones de financiación bancaria, apoyadas por las medidas de política monetaria del BCE y por los avances observados en el desapalancamiento, debería respaldar asimismo el crecimiento del consumo privado. Aunque han afectado tanto a los ingresos por intereses como a los pagos por intereses de los hogares, los bajos tipos de interés tienden a redistribuir los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Dado que estos últimos tienen típicamente una mayor propensión marginal al consumo, esta redistribución debería apoyar el consumo privado agregado. Asimismo, los progresos en el desapalancamiento también deberían respaldar el consumo.

Se prevé que la tasa de ahorro de los hogares aumente gradualmente desde niveles históricamente bajos durante el horizonte de proyección. La tasa de ahorro se ha reducido durante los últimos trimestres, debido principalmente a la mejora de la situación económica y financiera de los hogares y al impacto de los muy bajos tipos de interés en su propensión a ahorrar. Se estima que la tasa de ahorro se recuperará durante período considerado, principalmente como resultado de la suavización del consumo en el contexto de la expansión cíclica. También se espera que la tasa de ahorro de los hogares aumente en respuesta a las bajadas de los impuestos directos aplicadas en algunos países.

Recuadro 1

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

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, los supuestos técnicos incluyen unos precios del petróleo en dólares notablemente más altos, pero variaciones poco significativas del tipo de cambio y de otros supuestos financieros. 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 22 de noviembre de 2017, fecha límite de recepción de datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel

medio de los tipos de interés a corto plazo será del -0,3 % en 2017 y 2018, del -0,1 % en 2019 y del 0,1 % en 2020. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,1 % en 2017 y 2018, del 1,4 % en 2019 y del 1,7 % en 2020². En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés a corto plazo se han revisado ligeramente a la baja, mientras que las referidas a los tipos de interés a largo plazo se han corregido a la baja en aproximadamente 10 y 20 puntos básicos en 2018 y 2019, respectivamente.

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 22 de noviembre, fecha límite de recepción de los datos, se considera que el precio del barril de Brent aumentará desde 54,3 dólares en 2017 hasta 61,6 dólares en 2018, y que descenderá hasta situarse en 58,9 dólares en 2019 y 57,3 dólares en 2020. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, esta trayectoria representa un incremento de los precios del petróleo en dólares del 4,8 % en 2017, del 17,2 % en 2018 y del 11,0 % en 2019. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares aumentarán notablemente en 2017 y algo más moderadamente en años posteriores³.

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 22 de noviembre, fecha límite de recepción de los datos. Esto implica un tipo de cambio medio de 1,13 dólares por euro en 2017 y de 1,17 dólares por euro entre 2018 y 2020, frente a los 1,18 dólares de las proyecciones de septiembre de 2017. El tipo de cambio efectivo del euro (medido frente a las monedas de 38 socios comerciales) se mantiene prácticamente sin cambios respecto al de las proyecciones de septiembre de 2017.

Supuestos técnicos

	Diciembre 2017				Septiembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Precio del petróleo (en USD por barril)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCE-38) (tasa de variación anual)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

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

³ Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte de proyección. Los supuestos relativos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el cuarto trimestre de 2018 y, posteriormente, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Se espera que la recuperación de la inversión residencial siga adelante. La inversión residencial ha experimentado un importante repunte en los últimos trimestres, respaldada por las favorables condiciones de financiación, por la reasignación de carteras hacia la inversión residencial en un contexto de bajos rendimientos de otras oportunidades de inversión a largo plazo, y por el creciente aumento de las rentas relacionadas con la actual creación de empleo. Por otra parte, parece que los procesos de ajuste a la baja en los mercados de la vivienda han finalizado en varios países de la zona del euro. Siguen dándose las condiciones fundamentales para que la recuperación de la inversión residencial continúe durante el horizonte de las proyecciones. No obstante, se prevé que pierda cierto impulso, como reflejo de la fase madura del ciclo de la vivienda y la desaparición del impacto de los incentivos fiscales en algunos países, así como de tendencias demográficas adversas.

La inversión empresarial ha repuntado en los últimos trimestres y se espera que siga recuperándose durante el horizonte temporal considerado, aunque a menor ritmo. Diversos factores apoyarán esta recuperación: la confianza de las empresas sigue siendo muy elevada debido a las muy favorables expectativas de producción y de las carteras de pedidos; la utilización de la capacidad productiva continúa aumentando situándose por encima de los niveles medios anteriores a la crisis; se espera que las condiciones de financiación sigan siendo muy favorables durante el horizonte de proyección; y se prevé 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 de apalancamiento (deuda sobre activos totales) del sector de las sociedades no financieras en mínimos históricos. No obstante, se prevé que las expectativas de un crecimiento más débil del producto potencial y las limitaciones de la capacidad de intermediación de los bancos en algunos países sigan afectando negativamente a las perspectivas de la inversión empresarial. Una pérdida de impulso gradual durante el horizonte de las proyecciones refleja asimismo la desaceleración generalizada de la demanda interna y externa.

Recuadro 2

Entorno internacional

El ritmo sostenido de expansión económica mundial continuó en el segundo semestre de 2017, con un crecimiento de la actividad y del comercio cada vez más generalizado. Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento mundial sostenido en el tercer trimestre del año, con el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) próximo a su media de largo plazo. Paralelamente, la recuperación mundial muestra signos de sincronización. La confianza de los mercados financieros ha seguido siendo alta en las economías avanzadas, con subidas de las cotizaciones bursátiles y un nuevo descenso de la volatilidad. En las economías emergentes, los tipos de interés se han reducido, lo que contribuye a una modesta relajación de las condiciones financieras, mientras que las entradas de capital han vuelto a niveles no observados desde 2015. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la actividad económica mundial se mantenga prácticamente estable y por debajo de las tasas

registradas antes de la crisis, en línea con un menor crecimiento potencial. Las perspectivas para las economías avanzadas apuntan a una expansión sólida, que se ralentizará a lo largo del horizonte de proyección a medida que la recuperación se afiance y las brechas de producción entren gradualmente en terreno positivo. En las economías emergentes, las perspectivas apuntan a un dinamismo creciente, apoyado por un lento fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas, particularmente Brasil y Rusia, y por un crecimiento sostenido en India y China, pese a que el crecimiento en China mantiene una tendencia descendente. Se proyecta que el crecimiento de la actividad mundial (excluida la zona del euro) se sitúe entre el 3,7 % y el 3,9 % durante el horizonte temporal considerado. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado ligeramente al alza en 2017 y 2018, con revisiones al alza principalmente para Estados Unidos y China.

Entorno internacional

(tasas de variación interanual)

	Diciembre 2017				Septiembre 2017		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8
Comercio mundial (excluida la zona del euro)¹⁾	5,6	4,5	4,2	3,7	5,3	3,8	3,8
Demanda externa de la zona del euro²⁾	5,5	4,4	3,8	3,5	4,7	3,4	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.

Tras un crecimiento excepcionalmente intenso en el primer semestre de 2017, se espera que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinamismo en los próximos trimestres, en consonancia con unos indicadores de comercio mundial favorables. A medio plazo, se prevé que las perspectivas del comercio se alineen progresivamente con la actividad mundial (ancladas en una elasticidad del comercio respecto al crecimiento del PIB mundial en torno a la unidad). En cuanto a la demanda externa de la zona del euro, se espera que se incremente un 5,5 % en 2017, un 4,4 % en 2018, un 3,8 % en 2019 y un 3,5 % en 2020. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, el crecimiento mundial se ha revisado al alza ligeramente, mientras que la demanda externa de la zona del euro se ha corregido al alza más significativamente. Esto último es debido a revisiones al alza de los datos y, en vista de que los indicadores de comercio mundial son más favorables, a una percepción más positiva del impulso de la demanda externa de la zona del euro en los próximos trimestres.

Recuadro 3

Evolución reciente y perspectivas de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro y la demanda externa

Tanto el crecimiento de las exportaciones a países fuera de la zona del euro como la demanda externa de la zona han cobrado impulso recientemente tras una evolución muy débil en los primeros meses de 2016. En términos interanuales, la demanda externa de la zona del euro se ha fortalecido notablemente desde mediados de 2016 y ha alcanzado su mayor nivel de los últimos seis años en el segundo trimestre de 2017. Similarmente, el crecimiento de las exportaciones a países fuera de la zona del euro se ha recuperado desde los primeros meses de 2016.

La reciente tendencia al alza de la demanda externa de la zona del euro tiene su origen en la actual recuperación mundial, aunque también puede deberse a cierto grado de prociclicidad de la elasticidad del comercio a la actividad mundial. La continuada sobreestimación de la demanda externa de la zona del euro en el período 2011-2016 es atribuible a una reducción en gran parte estructural de la elasticidad renta del comercio mundial que no aparece suficientemente reflejada en proyecciones anteriores y que dio como resultado una sobreestimación del comercio mundial en relación con el crecimiento del PIB mundial. Sin embargo, en el contexto de una recuperación económica mundial, el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro en los últimos trimestres ha sido más sólido de lo previsto en anteriores ejercicios de proyección. Ello plantea la cuestión de si la elasticidad del comercio está mostrando actualmente algún grado prociclicidad que no se refleja suficientemente en las últimas proyecciones, y que hace que el crecimiento del comercio se intensifique cuando las tasas de crecimiento mundial son más elevadas⁴. Para abordar esta preocupación, y reflejar los datos más recientes, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado considerablemente al alza en este ejercicio de proyección.

La revisión al alza de la demanda externa de la zona del euro también se basa en la fortaleza de los indicadores de comercio mundial y de la zona del euro. De hecho, dichos indicadores apuntan a un crecimiento intenso y sostenido de la demanda externa de la zona del euro y de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro. Las encuestas de comercio de la zona del euro (como los índices de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero y de clima de exportaciones) sugieren una recuperación continuada del comercio (véase el gráfico A). Asimismo, los datos de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero y de producción industrial para la zona del euro siguen siendo sólidos, pese a la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Los indicadores de comercio mundial, como el PMI global de nuevos pedidos exteriores o el indicador adelantado de actividad de Goldman Sachs, también han mejorado considerablemente durante los últimos doce meses (véase el gráfico B).

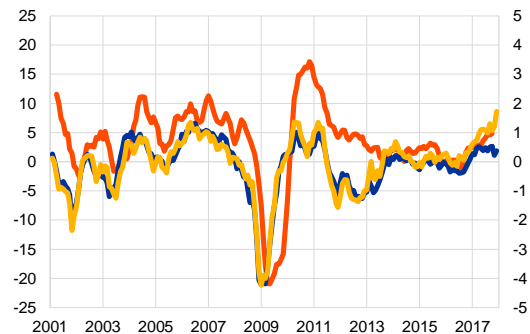
⁴ Véase, por ejemplo, Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. y Sbracia, M., «The cyclicity of the income elasticity of trade», *Working Papers*, nº 1126, Banca d'Italia, julio 2017.

Gráfico A

Indicadores de comercio de la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación interanual en medias móviles de tres meses; escala derecha: índice, estandarizado)

- PMI clima de exportaciones de la zona del euro (escala derecha)
- PMI nuevos pedidos exteriores de la zona del euro (escala derecha)
- Exportaciones a países fuera de la zona del euro (escala izquierda)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

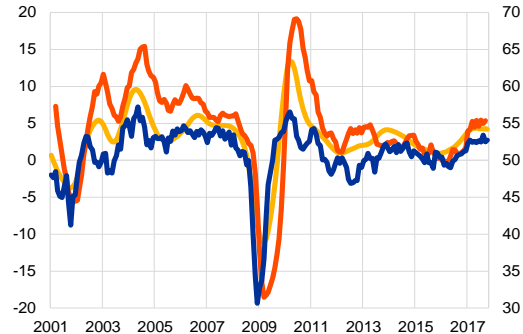
Notas: Datos de comercio en volúmenes. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2017 para las exportaciones, y a noviembre de 2017 para el índice de clima de exportaciones y el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero.

Gráfico B

Indicadores de comercio mundial

(escala izquierda: tasas de variación interanual en medias móviles de tres meses; escala derecha: índice, estandarizado)

- PMI global nuevos pedidos exteriores (escala derecha)
- Indicador adelantado mundial de Goldman Sachs (escala izquierda)
- Importaciones mundiales de bienes (excl. zona euro) (escala izquierda)



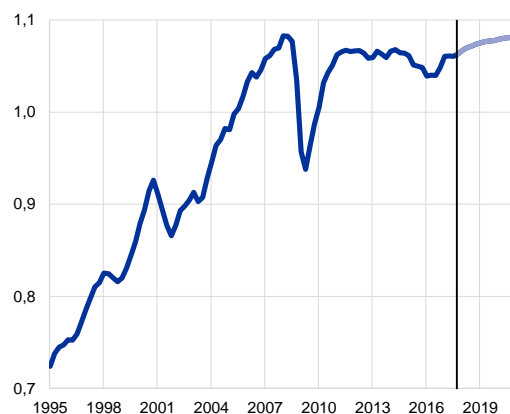
Fuentes: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2017 para el índice de CPB y a octubre de 2017 para los índices de Goldman Sachs y PMI.

Pese a que los datos de las importaciones mundiales muestran cierta volatilidad a comienzos de 2017, debida en parte a factores de naturaleza temporal, existe una tendencia subyacente al alza en la demanda externa de la zona del euro que es básicamente compatible con la de los indicadores procedentes de las encuestas. Las importaciones mundiales en los primeros meses de 2017 se vieron favorecidas por un fuerte incremento de las importaciones procedentes de economías emergentes de Asia, principalmente India y China, así como de Rusia y países de la UE de Europa central y oriental. Sin embargo, está fortaleza obedeció en muchos casos a factores de naturaleza temporal. Haciendo abstracción de esta volatilidad, se espera que la tendencia al alza del crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se mantenga a finales de 2017 y en 2018.

Gráfico C Ratio de importaciones mundiales sobre PIB

(índice: 2005 = 1)



No obstante, a medio plazo, los determinantes de una elasticidad renta del comercio en torno a la unidad se mantendrán prácticamente sin variación. El crecimiento del comercio a tasas que casi duplicaban las del PIB en las dos décadas anteriores a la Gran Recesión fue una anomalía histórica, apoyada fundamentalmente por las olas de liberalización del comercio (especialmente en los mercados emergentes), la expansión de las cadenas de valor mundiales y los cambios en la composición geográfica del comercio⁵. Como se observa en el gráfico C, entre 1995 y 2007 las importaciones aumentaron mucho más rápido que la actividad mundial. Sin embargo, los factores antes mencionados probablemente no seguirán

apoyando la elasticidad del comercio. La liberalización del comercio ha prácticamente agotado su recorrido y, por el lado de la composición geográfica, la elasticidad del comercio mundial sigue apuntando a los niveles de elasticidad más reducidos de las economías emergentes. En los últimos años, las importaciones mundiales y la actividad mundial han crecido en paralelo, y se espera que mantengan este patrón durante el horizonte de proyección considerado.

En vista de los muy favorables indicadores de comercio mundial, se proyecta que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro mantengan su fortaleza en los próximos trimestres, pese a la reciente apreciación del euro. Posteriormente, se espera una desaceleración de las exportaciones durante el horizonte temporal considerado, en línea con la desaceleración de la demanda externa de la zona del euro, lo que implica cuotas de exportación en general planas. Las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro se beneficiarán de la evolución positiva de la demanda interna y del fortalecimiento del euro, aunque crecerán menos que las exportaciones, lo que se traducirá en una contribución general ligeramente positiva de la demanda exterior neta al crecimiento económico.

Pese a la fortaleza continuada que muestran los últimos datos, se proyecta que el crecimiento del empleo se desacelere ligeramente con el tiempo. El vigor mostrado recientemente por el empleo ha sido generalizado en los distintos países, si bien puede atribuirse en parte a factores favorables de naturaleza temporal (como las medidas de estímulo fiscal aplicadas en algunos países). Dado que el impacto de estos factores desaparecerá gradualmente y que se proyecta una reducción del empleo público en algunos países, el crecimiento del empleo perderá algo de impulso en los próximos trimestres.

⁵ Véase también ECB IRC Trade Task Force, «Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?», *Occasional Paper Series*, nº 178, BCE, 2016.

Se prevé que las escaseces de oferta frenen cada vez más el crecimiento de la población activa. La población activa seguirá aumentando durante el horizonte de proyección debido a la inmigración neta de trabajadores, a la integración esperada de los refugiados y al efecto del trabajador animado. Sin embargo, estos efectos positivos serán neutralizados gradualmente a lo largo del horizonte de proyección por el impacto de factores demográficos cada vez más desfavorables, lo que también contribuye a una desaceleración del crecimiento del empleo.

No obstante, se espera que la tasa de desempleo siga reduciéndose. La tasa de desempleo descendió al 9,0 % en el tercer trimestre de 2017 y, de cara al futuro, se proyecta que el número de desempleados continúe disminuyendo considerablemente. Se espera que la tasa de desempleo se reduzca hasta el 7,3 % en 2020.

Se prevé que el crecimiento de la productividad se recupere durante el horizonte de proyección. La sólida recuperación inicial del crecimiento de la productividad durante este año y el próximo obedece a la retirada de las medidas que habían impulsado transitoriamente el empleo en 2016. Más adelante durante el horizonte analizado, un leve aumento del crecimiento de la productividad total de los factores, un repunte de la intensidad de capital y un incremento de la jornada laboral por trabajador serán los principales factores que sustenten la productividad (por trabajador). Los dos últimos factores reflejan la continuada mejora de la situación cíclica y las crecientes tensiones en el mercado de trabajo.

Se espera que el crecimiento del PIB real permanezca por encima de su potencial hasta 2020. Se estima que el crecimiento del producto potencial ha cobrado cierto impulso en los últimos años, respaldado por una contribución más favorable del capital, el empleo y la productividad total de los factores, y se proyecta que su expansión continúe a tasas ligeramente inferiores a las anteriores a la crisis durante el horizonte considerado. La contribución del trabajo se reducirá durante el período analizado, debido principalmente a un crecimiento más lento de la población en edad de trabajar. La contribución del capital seguirá siendo relativamente sólida debido a la recuperación de la formación de capital fijo. La contribución de la productividad total de los factores también será bastante sólida en comparación los niveles recientes, debido a una asignación más eficiente de los recursos después de la crisis, a las reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo, al aumento del capital humano, a la renovación del stock de capital y al avance en la convergencia hacia la frontera tecnológica. Sin embargo, cabe destacar que tanto el crecimiento potencial como sus determinantes no son observables y las estimaciones están sujetas a un notable grado de incertidumbre.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza considerablemente. Esta revisión para 2017 está parcialmente relacionada con las sorpresas al alza en los datos del PIB recientemente publicados, que también tienen efectos de arrastre positivos en 2018. Asimismo, los niveles muy elevados de confianza empresarial y de los consumidores sugieren un dinamismo del crecimiento más intenso del esperado anteriormente. El aumento de la demanda externa y el ligero descenso de los tipos

de interés a largo plazo también han dado lugar a revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento para 2018 y 2019.

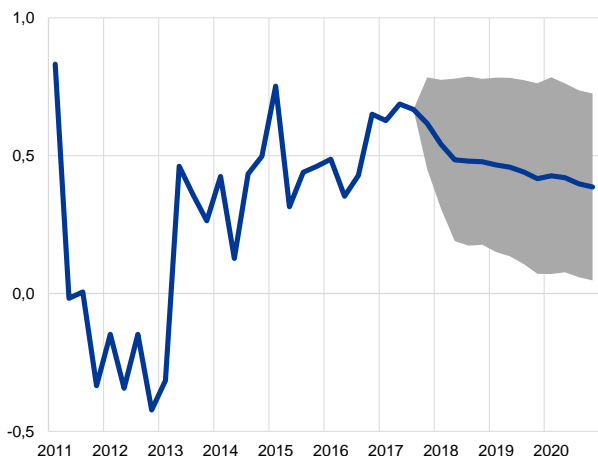
Gráfico 1

Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

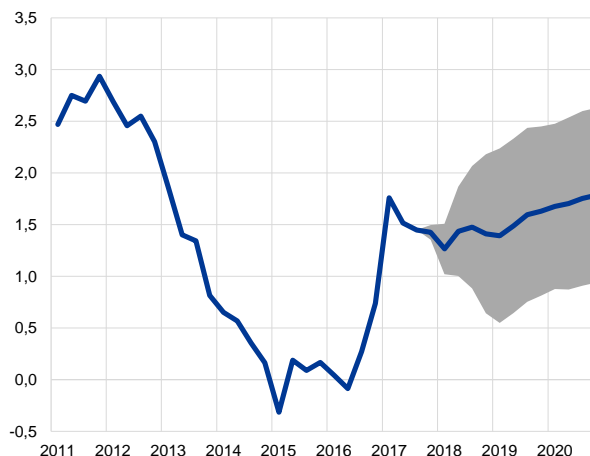
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

2

Precios y costes

Aunque los efectos de base a la baja relacionados con los precios de la energía harán que la inflación medida por el IAPC se reduzca ligeramente a corto plazo, se espera que más adelante retorne a una senda ascendente, situándose en el 1,7 % en 2020. Los efectos de base a la baja derivados del componente energético, que compensan con creces la reciente subida de los precios del petróleo, llevarán a la inflación a un mínimo del 1,3 % en el primer trimestre de 2018. Durante el resto del horizonte de proyección, se espera el componente energético del IAPC aumente solo muy modestamente, reflejando la curva ligeramente descendente de los futuros del petróleo y los efectos al alza derivados de los impuestos sobre la energía. Tras la débil evolución de los últimos años, el componente de alimentos del IAPC debería recuperarse moderadamente, apoyado por los incrementos previstos de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los efectos alcistas de la subida de los impuestos sobre el tabaco. Con la economía creciendo por encima de su tasa potencial, se espera que las presiones subyacentes sobre los precios aumenten durante el horizonte considerado en las proyecciones. En particular, las subidas salariales derivadas de las crecientes tensiones en los mercados de trabajo, junto con la notable escasez de mano de obra en algunos países y los efectos alcistas de los impuestos indirectos netos, seguirán presionando al alza la inflación subyacente. Asimismo, las presiones externas sobre los precios contribuirán ligeramente al

repunte de la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos durante el horizonte de proyección, dados algunos efectos indirectos derivados de las recientes subidas de los precios del petróleo y del encarecimiento de las materias primas no energéticas considerado en los supuestos, así como el contexto más general de intensificación esperada de las presiones inflacionistas a nivel mundial. En conjunto, se prevé que la inflación general se sitúe en promedio en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020.

Las tensiones en los mercados de trabajo y el final de las medidas que han frenado el crecimiento salarial en algunos países durante los últimos años son los principales factores que explican el repunte de los costes laborales durante el horizonte de proyección. Se proyecta que la remuneración por asalariado se incremente desde el 1,7 % en 2017 hasta el 2,7 % en 2020, con una desaceleración transitoria en 2019 atribuible a la conversión de un crédito fiscal (el CICE) en una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios en Francia⁶. Dada la mejora cíclica esperada del crecimiento de la productividad, esta evolución de los salarios acentuará el incremento de los costes laborales unitarios, que pasará del 0,9 % en 2017 al 1,8 % en 2020. De forma más general, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo de la zona del euro y la creciente escasez de mano de obra en algunas partes de la zona se consideran factores importantes de esta recuperación esperada del crecimiento de los salarios. Además, la necesidad de moderación salarial en algunos países para recuperar competitividad de precios tras la crisis y la deflación salarial embalsada debido a las notables rigideces a la baja en los salarios nominales durante la crisis deberían desaparecer gradualmente a medida que la recuperación económica continúe y se extienda a los distintos países de la zona del euro. Aparte de estas consideraciones, cabe esperar que el significativo repunte de la inflación en 2017 respecto a los tres años anteriores contribuya a un mayor crecimiento de los salarios. Por último, la subida de los salarios en el sector público también apoyará un repunte del crecimiento de los salarios totales a lo largo del horizonte de proyección.

Durante la primera parte del horizonte de proyección se prevé que los márgenes de beneficio crezcan, de media, a un ritmo algo más rápido que en el último año. El deterioro de la relación real de intercambio derivado de la subida de los precios del petróleo ha lastrado los márgenes de beneficio en los últimos trimestres. A medida que estos efectos moderadores desaparezcan, se espera un crecimiento algo más vigoroso de los márgenes, reforzados por la continuación de la recuperación económica. No obstante, los incrementos previstos de los costes laborales unitarios, así como de los impuestos indirectos, limitarán el ritmo de expansión de los márgenes durante el horizonte temporal considerado.

Las presiones externas sobre los precios se han reforzado en 2017 y se espera que persistan durante todo el horizonte de proyección, si bien serán

⁶ Dado que el descenso de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios se ve en gran parte compensado por un incremento correspondiente de los márgenes de beneficio, se espera que el impacto en los precios finales sea limitado.

algo más moderadas que las observadas recientemente. El marcado aumento de los precios de las importaciones este año refleja el repunte de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. A partir de 2017, se espera que su ritmo de crecimiento se ralentice, en consonancia con el supuesto de una evolución más contenida de los precios de las materias primas durante el horizonte de proyección y debido a los efectos moderadores de la reciente apreciación del euro. No obstante, se prevé que las presiones subyacentes sobre los precios a escala mundial se intensifiquen gradualmente durante el período considerado en línea con el aumento de los costes de producción mundiales derivado de la reducción de la capacidad productiva global sin utilizar.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, las perspectivas de la inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales en 2018 y se mantienen sin cambios en los años siguientes. Esta revisión de la inflación general en 2018 obedece a una evolución más intensa de los componentes de energía y alimentos del IAPC, dadas las recientes sorpresas al alza en los datos de estos componentes, la subida de los precios del petróleo considerada en los supuestos y los efectos alcistas derivados de los impuestos sobre la energía y el tabaco. La inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se ha revisado a la baja a corto plazo, lo que en parte está relacionado con sorpresas negativas en los últimos datos.

3 Perspectivas de las finanzas públicas

Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se mantenga, en promedio, básicamente neutral durante el horizonte de proyección. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En 2017, las bajadas de impuestos directos y el aumento de las transferencias a los hogares se verán totalmente compensados por las subidas de los impuestos indirectos y por un aumento más modesto del consumo público. En 2018, la orientación de la política fiscal vendrá determinada fundamentalmente por bajadas de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales y por el supuesto de un aumento más dinámico de la inversión pública, contrarrestados solo parcialmente por subidas de los impuestos indirectos y por un crecimiento contenido de las transferencias a los hogares. Se prevé que la orientación de la política fiscal entre 2019 y 2020 sea también, en promedio, neutral.

Durante el período analizado, se proyecta que el déficit presupuestario y las ratios de deuda pública se sitúen en una senda descendente. Se prevé una disminución gradual del déficit presupuestario a lo largo del horizonte de proyección, sustentada fundamentalmente en una mejora del componente cíclico y en un descenso de los pagos de intereses. El saldo primario ajustado de ciclo permanecerá estable durante el período considerado. En dicho período, se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB continúe en una senda

descendente, respaldada por una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés⁷ y por el superávit primario. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, las perspectivas de déficit presupuestario no han variado prácticamente, mientras que la ratio de deuda pública ha descendido ligeramente, debido sobre todo a una evolución más favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés en 2018 y 2019.

Recuadro 4

Análisis de sensibilidad

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Dado que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de los 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.

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Modelos alternativos de los precios del petróleo apuntan a un riesgo de que esos precios se incrementen durante el horizonte de proyección a un ritmo mayor de lo que sugieren los futuros. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo en que se apoyan las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros, prevén un perfil descendente de dichos precios, situándose el barril de Brent en torno a 57 dólares estadounidenses a finales de 2020. Esta trayectoria implícita en el precio de los futuros del petróleo es coherente con un crecimiento moderado de la demanda mundial de petróleo, escenario que está asociado a un modesto afianzamiento de la recuperación económica mundial. En lo que se refiere a los factores de oferta, si bien la prorrogación del acuerdo de la OPEP con los principales productores no pertenecientes a dicha organización el 30 de noviembre tuvo lugar después de la fecha límite para la recepción de datos (22 de noviembre), es muy probable que estuviera descontada en las expectativas del mercado. Sin embargo, se espera que los recortes de los productores convencionales sean compensados en parte con el aumento de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos. Una combinación de modelos alternativos utilizados por los expertos del Eurosistema⁸ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección apunta a incrementos de los precios del petróleo más intensos de lo contemplado en los supuestos técnicos, como consecuencia de un ajuste más rápido de lo esperado del equilibrio entre oferta y demanda. La materialización de una trayectoria alternativa en la que los precios del petróleo se encarecieran un 11 % que en el escenario de referencia para 2020 frenaría marginalmente el crecimiento del PIB real y provocaría un aumento algo más rápido de la inflación medida por el IAPC (de 0,2 puntos porcentuales en 2019 y 2020).

⁷ El diferencial se calcula como la diferencia entre el tipo de interés efectivo nominal de la deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

⁸ 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 los efectos de una apreciación adicional del tipo de cambio del euro. Una posible fuente de riesgo de apreciación está relacionada con una recuperación económica de la zona del euro más intensa de lo esperado. Este escenario se basa en el percentil 75 de la distribución obtenida a partir de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro a 22 de noviembre de 2017. La trayectoria implica una apreciación gradual del euro frente al dólar hasta un tipo de cambio de 1,36 en 2020, que es aproximadamente un 16 % superior al contemplado en el escenario de referencia para ese año. El supuesto relativo al tipo de cambio efectivo nominal del euro refleja regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el dólar y el euro se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. En este escenario, la media de los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por expertos apunta a que el crecimiento del PIB real sería 0,2, 0,6 y 0,2 puntos porcentuales más bajo en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Por su parte, la inflación medida por el IAPC sería 0,2, 0,5 y 0,6 puntos porcentuales más baja en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Debe tenerse en cuenta que estos impactos estimados en el crecimiento y la inflación solo se darían en el caso de una perturbación del tipo de cambio puramente exógena.

Recuadro 5

Previsiones de otras instituciones

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

Como se indica en el cuadro, las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles sobre el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones elaboradas por los expertos del 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Diciembre de 2017	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7-2,9]	[0,9-2,9]	[0,6-2,8]	[0,9-1,9]	[0,7-2,3]	[0,8-2,6]
Comisión Europea	Noviembre de 2017	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
OCDE	Noviembre de 2017	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Barómetro de la Zona del Euro	Noviembre de 2017	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
Consensus Economics Forecasts	Diciembre de 2017	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Octubre de 2017	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
FMI	Octubre de 2017	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Fuentes: Previsiones Económicas Europeas de otoño de 2017 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, 10 de octubre de 2017; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2017; Consensus Economics Forecasts, diciembre de 2017; Barómetro de la zona del euro de MJEconomics, noviembre de 2017; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica, octubre 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 los datos están ajustados por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2017

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

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

ISSN 2529-4687 (pdf)
Número de catálogo UE QB-CF-17-002-EN-N (pdf)