



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE MARZO DE 2014 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO¹

Según las proyecciones, el crecimiento del PIB real seguirá siendo moderado en 2014 y cobrará impulso a partir de 2015. La recuperación gradual de la demanda interna y externa constituirá el factor principal del aumento de la actividad proyectado. La demanda externa se verá favorecida por el fortalecimiento progresivo de la recuperación mundial. La demanda interna se beneficiará de la mejora de la confianza en un entorno con menor incertidumbre, de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria y de caídas de los precios del petróleo que deberían respaldar las rentas reales disponibles. Una política fiscal menos restrictiva en los próximos años y la mejora gradual de las condiciones crediticias también favorecerán la demanda interna. Al mismo tiempo, los efectos adversos sobre las perspectivas de crecimiento, derivados de la necesidad de nuevos ajustes en los balances del sector privado y del elevado nivel de desempleo, se reducirán gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones. El PIB real aumentará un 1,2 % en 2014, un 1,5 % en 2015 y un 1,8 % en 2016.

El progresivo fortalecimiento de la demanda y la actual reducción del exceso de capacidad en el contexto de unas expectativas de inflación firmemente ancladas se traducirán en un aumento de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte considerado. La inflación medida por el IAPC en la zona del euro se situará en el 1,0 % en 2014, el 1,3 % en 2015 y el 1,5 % en 2016. Estas moderadas perspectivas de inflación se deberán principalmente a la trayectoria descendente de los precios de los futuros sobre el petróleo y a la actual atonía de la economía. Dadas las crecientes, aunque aún moderadas, presiones sobre los costes internos, en el contexto de la recuperación gradual esperada de la actividad económica, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentará desde el 1,1 % en 2014 hasta el 1,7 % en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, el intervalo de crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente al alza. La proyección de inflación medida por el IAPC en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja en 0,1 puntos porcentuales para reflejar los últimos datos, y se mantiene sin variación en 2015.

En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro para el período comprendido entre 2014 y 2015 y, por primera vez, para el año 2016. No obstante, las proyecciones para este horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado², lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas.

ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado en las proyecciones, desde el 3,4 % observado en 2013 hasta el 4,1 % en 2016. Aunque el crecimiento ha cobrado cierto impulso en las economías avanzadas en el segundo semestre de 2013, el crecimiento de los mercados emergentes se ha suavizado, debido a la debilidad de la demanda interna, al reducido margen para la aplicación de nuevas políticas internas de apoyo al crecimiento y a las

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 20 de febrero de 2014.

² Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual de mayo del 2013.

tensiones en los mercados financieros. A corto plazo, los indicadores del clima económico mundial apuntan a una situación favorable para las empresas, que resulta acorde con un fortalecimiento progresivo de la actividad mundial. Aunque recientemente se han producido tensiones en algunas economías emergentes, la situación en los mercados financieros mundiales se ha mantenido en general estable tras la decisión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de comenzar a reducir las compras de activos, en contraste con las turbulencias surgidas a mediados de 2013, cuando la Reserva Federal anunció la posibilidad de reducir las compras de activos por primera vez. Según las proyecciones, la recuperación mundial ganará intensidad gradualmente. En las economías avanzadas, la disminución del apalancamiento del sector privado y la reducción de los esfuerzos de saneamiento presupuestario deberían impulsar la confianza y respaldar la demanda interna, aunque se espera que los mercados de trabajo mejoren solo lentamente. El crecimiento más vigoroso en esas economías debería favorecer a las economías emergentes.

El comercio mundial se ha recuperado recientemente, en consonancia con el ligero repunte de la actividad económica. Los últimos datos apuntan a una mejora a corto plazo. De cara al futuro, se espera que el comercio mundial se refuerce gradualmente y que su elasticidad respecto a la actividad al final del horizonte de proyección continúe en un nivel inferior al registrado antes de la crisis mundial. El comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 3,8 % en 2013 hasta el 6,2 % en 2016. Considerando que el ritmo de crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales de la zona del euro es más lento que el del resto del mundo, se estima que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro será ligeramente más débil.

Cuadro 1 Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

	Marzo de 2014				Revisiones desde diciembre de 2013		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,4	3,9	4,0	4,1	0,1	0,0	-0,1
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	3,8	5,1	6,2	6,2	-0,2	-0,5	-0,2
Demanda externa de la zona del euro ²⁾	3,0	4,5	5,6	5,8	0,0	-0,5	-0,1

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 macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, las perspectivas de crecimiento mundial apenas se han revisado. La demanda externa de la zona del euro se ha revisado a la baja en 2014, pero se mantiene prácticamente sin variación en 2015. Las revisiones en 2014 reflejan un efecto arrastre negativo debido a una evolución del comercio en el segundo semestre de 2013 inferior a la anteriormente proyectada, que se prevé que continúe a corto plazo.

Recuadro 1

SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 12 de febrero de 2014. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos 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 2014, del 0,4 % en

2015 y del 0,8 % en 2016. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 2,8 % en 2014, del 3,2 % en 2015 y del 3,6 % en 2016¹. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo hacia principios de 2014 y que posteriormente suban gradualmente. 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 a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent descenderán desde 108,8 dólares estadounidenses en 2013 hasta 96,9 en 2016. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se reducirán en 2014 y aumentarán en 2015 y 2016².

Se considera que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos de 12 de febrero de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,36 entre 2014 y 2016, lo que representa un incremento del 2,1 % respecto al nivel de 2013. En promedio, se estima que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 1,6 % respecto a 2013.

Supuestos técnicos

	Marzo de 2014				Revisiones desde diciembre de 2013 ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
Euríbor a tres meses (en porcentaje por año)	0,2	0,3	0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje por año)	2,9	2,8	3,2	3,6	0,0	-0,3	-0,3
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	105,8	101,1	96,9	0,6	1,8	1,9
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,2	-2,5	3,1	4,8	0,2	0,1	-0,7
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,36	1,36	0,2	0,9	0,8
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (tasa de variación anual)	3,8	1,6	0,0	0,0	0,1	0,8	0,0

1) Las revisiones se expresan en porcentajes para los niveles, en diferencias para las tasas de crecimiento y en puntos porcentuales para los tipos de interés y los rendimientos de los bonos. Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a 20 de febrero de 2014 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

En comparación con el Boletín Mensual de diciembre de 2013, las variaciones de los supuestos técnicos son relativamente pequeñas e incluyen un ligero descenso de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro, un ligero aumento de los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses y una pequeña apreciación del tipo de cambio del euro.

1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento de todos los bonos a la par a diez años de la zona del euro elaborada por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones. Se asume que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el horizonte temporal contemplado.

- 2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias se basan en los precios de los futuros hasta el final del período de proyección. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2015 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que ahora se utilizan para predecir los precios de consumo de los alimentos, se proyectan sobre la base de un modelo econométrico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimentarias.

PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real continuó recuperándose moderadamente en el cuarto trimestre de 2013, aumentando en un 0,3 % respecto al trimestre anterior, tras crecer a tasas del 0,3 % y el 0,1 % en el segundo y tercer trimestres de 2013, respectivamente (véase el gráfico). Los datos de las últimas encuestas parecen haberse estabilizado en niveles superiores a su media a largo plazo, lo que apunta a un nuevo aumento de la actividad en el primer trimestre de 2014. El invierno muy suave en algunos países probablemente ha favorecido la actividad en el primer trimestre. El dinamismo subyacente del crecimiento seguirá siendo moderado durante 2014 y aumentará ligeramente a continuación. Los principales factores que contribuirán al repunte de la actividad durante el horizonte contemplado serán una recuperación gradual de la demanda interna dada la mejora de la confianza en un entorno de menor incertidumbre, la orientación muy acomodaticia de la política monetaria y el descenso de los precios del petróleo (que apoyará la renta real disponible). La demanda interna también se beneficiará de una orientación menos restrictiva de la política fiscal en los próximos años y de la mejora gradual de las condiciones crediticias. Asimismo, durante el horizonte de las proyecciones, la actividad general estará cada vez más respaldada por el impacto favorable de un fortalecimiento progresivo de la demanda exterior en las exportaciones, aunque inicialmente se verá mitigada en parte por los efectos de la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Los efectos adversos sobre las perspectivas de crecimiento derivados de la necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado, del elevado desempleo y del nivel aún ligeramente elevado de incertidumbre se reducirán gradualmente durante el período considerado.

En conjunto, la recuperación seguirá siendo débil en términos históricos y el PIB real de la zona del euro solo alcanzará su nivel anterior a la crisis (el nivel del primer trimestre de 2008) a partir de finales de 2015. En términos medios anuales, el PIB real aumentará un 1,2 % en 2014, un 1,5 % en 2015 y un 1,8 % en 2016. Esta evolución obedece a un aumento sostenido de la contribución de la demanda interna combinado con un pequeño estímulo positivo procedente de las exportaciones netas. Dado que se espera que el crecimiento supere su nivel potencial, el grado de atonía disminuirá gradualmente durante el período considerado.

Considerando los componentes del crecimiento con mayor detalle, se proyecta que las exportaciones a países fuera de la zona del euro cobren dinamismo en 2014 y 2015, debido al fortalecimiento de la demanda exterior de la zona del euro y a la gradual desaparición de los efectos adversos de la anterior apreciación del euro. Las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán ligeramente durante el horizonte considerado, como consecuencia del impacto de las recientes pérdidas de competitividad. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán más despacio que las exportaciones fuera de ella, debido a la relativa debilidad de la demanda interna dentro de la zona.

La inversión empresarial se recuperará gradualmente, aunque a un ritmo demasiado moderado para recuperar los niveles anteriores a la crisis. Se beneficiará de diversos factores: el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y externa, el nivel muy bajo de los tipos de interés, la reducida incertidumbre, la necesidad de modernizar los bienes de capital tras varios años de debilidad de la inversión, la desaparición de los efectos adversos de la oferta de crédito y cierto fortalecimiento de los márgenes a medida que se recupera la actividad. Sin embargo, se considera que el efecto adverso conjunto de la abundante capacidad productiva sin utilizar, de la necesidad de que las empresas sigan reestructurando sus balances, de las condiciones de financiación desfavorables en algunas zonas y de un nivel de incertidumbre relativamente elevado en algunos países desaparecerá solo de forma gradual durante el horizonte de proyección.

La inversión residencial se incrementará modestamente en el primer semestre de 2014 y cobrará cierto impulso marginal durante el resto del horizonte temporal contemplado. Los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda en algunos países y el débil crecimiento de la renta real disponible continúan pesando sobre las perspectivas. Asimismo, el relativo atractivo de la inversión en

vivienda en otros países, respaldado por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos, puede tener un impacto solo gradual, puesto que la capacidad del sector de la construcción en esos países se acerca ya a su límite. La inversión pública seguirá siendo relativamente débil durante todo el horizonte temporal de las proyecciones, debido a las medidas de saneamiento presupuestario previstas en varios países de la zona del euro.

El empleo en términos de personas aumentará ligeramente durante 2014 y cobrará impulso más adelante. La débil recuperación del empleo refleja el discreto repunte de la actividad, el retraso con que generalmente responde el empleo a las fluctuaciones del producto, un incremento del número de horas trabajadas por persona, nuevas reducciones de personal en el sector público y una mayor incertidumbre en algunos países que influye negativamente en los planes de contratación en el sector privado. Es probable que estos factores contrarresten los efectos positivos de las reformas en los mercados de trabajo, que han aumentado la flexibilidad y reducido el umbral de crecimiento del producto necesario para crear empleo en algunos países con dificultades. Se espera que la población activa aumente moderadamente durante el período considerado, a medida que ciertos segmentos de la población se reincorporen gradualmente al mercado laboral. La tasa de desempleo descenderá moderadamente durante ese período, pero se mantendrá por encima del 11 % en 2016. La productividad del trabajo (medida como el producto por persona ocupada) repuntará durante el horizonte temporal analizado, como consecuencia de la aceleración esperada de la actividad económica y del retraso de la respuesta del empleo.

Cuadro 2 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación anuales)

	Marzo de 2014				Revisiones desde diciembre de 2013 ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015
PIB real ³⁾	-0,4	1,2 [0,8 – 1,6] ⁴⁾	1,5 [0,4 – 2,6] ⁴⁾	1,8 [0,7 – 2,9] ⁴⁾	0,0	0,1	-0,1
Consumo privado	-0,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,0	0,0
Consumo público	0,2	0,4	0,4	0,7	0,1	0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	-2,9	2,1	2,7	3,7	0,1	0,5	-0,1
Exportaciones ⁵⁾	1,1	3,6	4,7	5,1	0,1	-0,1	-0,2
Importaciones ⁵⁾	0,0	3,5	4,7	5,2	0,1	0,0	0,0
Empleo	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	0,0	0,1
Tasa de desempleo (% de la población activa)	12,1	11,9	11,7	11,4	0,0	-0,1	-0,1
IACP	1,4	1,0 [0,7 – 1,3] ⁴⁾	1,3 [0,6 – 2,0] ⁴⁾	1,5 [0,7 – 2,3] ⁴⁾	0,0	-0,1	0,0
IAPC excluida la energía	1,4	1,2	1,5	1,7	0,0	-0,1	0,0
IAPC excluida la energía y los alimentos	1,1	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,2	0,0
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁶⁾	1,0	1,0	1,4	1,7	0,0	-0,1	0,0
Costes laborales unitarios	1,2	0,8	1,0	1,2	-0,2	-0,2	0,0
Remuneración por asalariado	1,7	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Productividad del trabajo	0,4	0,9	1,0	1,1	0,1	0,1	-0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,2	-2,7	-2,5	-2,1	0,0	-0,1	-0,1
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁷⁾	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	0,0	0,0	-0,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	92,9	93,5	93,2	92,2	-0,3	-0,1	0,2
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	2,2	2,4	2,6	2,7	0,2	0,2	0,0

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Letonia, excepto el dato del IACP en 2013. Las tasas medias de variación anuales del IACP en 2014 se basan en una composición de la zona del euro en 2013 que ya incluye a Letonia.

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

3) Datos ajustados por días laborables.

4) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada 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 también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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

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

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de medidas temporales adoptadas por los Gobiernos. El cálculo sigue el enfoque del SEBC respecto de los saldos presupuestarios ajustados de ciclo (véase Bouthévilain, C. et al., «Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach», Working Paper Series, No 77, BCE, septiembre de 2001) y la definición de medidas temporales del SEBC (véase Kremer, J. et al., «A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances», Working Paper Series, No 579, BCE, enero de 2006). La proyección del saldo estructural no se deriva 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. Véase un análisis a este respecto, incluida la metodología de la Comisión, en el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012.

El consumo privado cobrará cierto dinamismo durante 2014 y más adelante a medida que el crecimiento de la renta real disponible se recupere debido al fortalecimiento de las rentas del trabajo, a la mejora gradual de las condiciones en ese mercado, al ritmo más lento de saneamiento presupuestario y al bajo perfil de la inflación, moderado solo parcialmente por un ligero aumento de la tasa de ahorro. El consumo público se incrementará moderadamente durante el período considerado.

El ritmo de crecimiento de las importaciones de fuera de la zona del euro se acelerará moderadamente durante ese período, en parte debido a los efectos de la anterior apreciación del euro. Sin embargo, debería mantenerse contenido debido al débil crecimiento de la demanda total. La demanda exterior neta contribuirá positiva aunque moderadamente al crecimiento del PIB real durante el horizonte temporal contemplado y el superávit actual de la balanza por cuenta corriente aumentará hasta el 2,7 % del PIB en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, el intervalo de crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente al alza.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 0,8 % en febrero de 2014, el mismo nivel que el registrado en el último trimestre de 2013. El modesto nivel actual de dicha tasa es resultado de una combinación de precios de la energía a la baja y de moderados aumentos de los precios de los alimentos, así como de la débil tendencia de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos (véase la sección 3 y el recuadro titulado «Impacto de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos en el reciente descenso de la inflación medida por el IAPC»).

A corto plazo, la inflación medida por el IAPC se mantendrá en niveles bajos, antes de aumentar a partir de finales de 2014, a medida que la actividad se vaya recuperando. De acuerdo con las proyecciones, la tasa de inflación anual se situará en el 1,0 % en 2014, el 1,3 % en 2015 y el 1,5 % en 2016. A finales de 2016, se espera que alcance el 1,7 %.

Estas moderadas perspectivas de inflación se deberán principalmente a la trayectoria descendente de los precios de los futuros sobre el petróleo y a la actual atonía en la economía. El progresivo fortalecimiento de la demanda y la actual reducción del exceso de capacidad en el contexto de unas expectativas de inflación firmemente ancladas permitirán algún aumento de los márgenes y un incremento de los costes laborales unitarios en grandes partes de la zona del euro. Asimismo, las necesidades cada vez menores de ajuste de los costes y los precios en los países con dificultades también deberían contribuir a un aumento de la inflación medida por el IAPC en el período objeto de análisis.

De forma más pormenorizada, los precios de la energía descenderán ligeramente en ese período, como reflejo de la trayectoria prevista de los precios del petróleo, lo que influye a la baja en la inflación medida por el IAPC. La contribución de los precios de la energía a la inflación anual medida por el IAPC será prácticamente insignificante durante el horizonte de las proyecciones, en comparación con una contribución media de 0,5 puntos porcentuales desde 1999.

La inflación de los precios de los alimentos continuará moderándose durante los tres primeros trimestres de 2014, debido al anterior descenso de los precios de las materias primas alimentarias (en euros) y a efectos de base a la baja. Se proyecta que se recupere durante el resto del horizonte contemplado, en consonancia con el aumento esperado de los precios de las materias primas alimentarias durante el mismo período. La contribución de los precios de los alimentos al alza de la inflación medida por el IAPC se situará en una media de 0,3 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección, nivel ligeramente inferior a su contribución media de 0,5 puntos porcentuales desde 1999.

La inflación medida por el IAPC excluida la energía y los alimentos aumentará gradualmente a lo largo de 2014, promediando el 1,1 % en el conjunto del año, y alcanzará el 1,4 % en 2015 y el 1,7 % en 2016. Esta evolución estará impulsada por el repunte gradual previsto de la actividad económica. La contribución media de este componente a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de

proyección será de en torno a 1,0 puntos porcentuales, nivel que también es ligeramente inferior a su contribución media de 1,1 puntos porcentuales desde 1999.

Las subidas de impuestos indirectos incluidas en los planes de saneamiento presupuestario contribuirán significativamente a un aumento, de aproximadamente 0,2 puntos porcentuales, de la inflación medida por el IAPC en 2014. La magnitud de esta contribución es comparable a la registrada en 2013. En 2015 y 2016 esas contribuciones serán insignificantes, ya que no se dispone de información detallada sobre medidas presupuestarias para esos años. En consecuencia, la inflación medida por el IAPC excluida la energía, los alimentos y las modificaciones de impuestos indirectos repuntará con algo más de vigor que el índice que incluye los impuestos.

Las presiones externas sobre los precios se moderaron a lo largo de 2013, debido a la atonía de la demanda mundial, a la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y a la disminución de los precios del petróleo y de otras materias primas. Estos factores dieron lugar a un descenso del deflactor de las importaciones durante el año. Sin embargo, de cara al futuro, dados el fortalecimiento proyectado de la demanda mundial en el período estudiado, el aumento previsto de los precios de las materias primas no energéticas y la progresiva desaparición de los efectos de la anterior apreciación del euro, el deflactor de las importaciones aumentará en 2014 y durante el resto del horizonte de proyección y alcanzará tasas de variación anuales de en torno al 1,1 % en 2016, próximas a su tasa media de crecimiento a largo plazo.

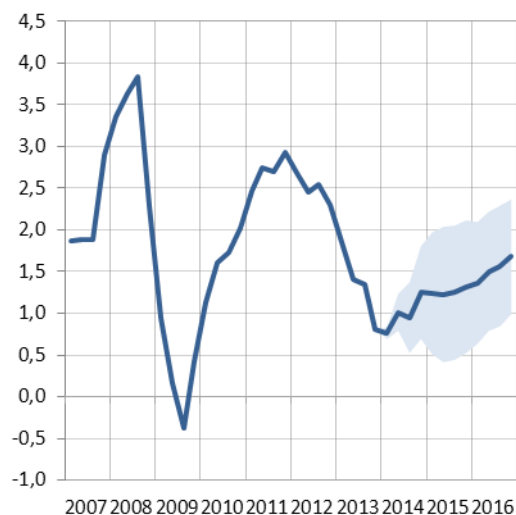
Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, dada la debilidad actual, aunque en lenta mejoría, de las condiciones del mercado de trabajo en la zona del euro, la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantendrá prácticamente sin variación en 2014 y cobrará más dinamismo en 2015 y 2016. El crecimiento de los costes laborales unitarios descenderá en 2014 debido al repunte cíclico del crecimiento de la productividad, dado el retraso con que responde el empleo a la recuperación económica, y a la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, que se mantuvo prácticamente sin variación durante el año. A medida que la recuperación cobre impulso en 2015 y 2016 y los mercados de trabajo mejoren gradualmente, el aumento de la remuneración por asalariado, ligeramente más vigoroso que el crecimiento de la productividad, se traducirá en un leve incremento de los costes laborales unitarios.

El crecimiento del indicador del margen de beneficio (calculado como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se estabilizará en 2014 y seguirá aumentando ligeramente durante el período considerado, respaldado por la mejora esperada de la situación económica.

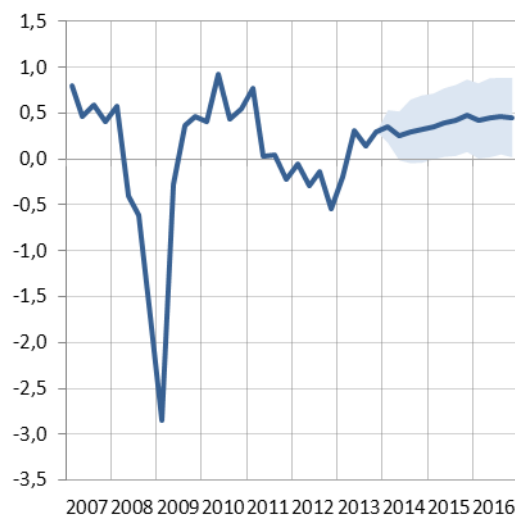
Cuadro 1 Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

IAPC de la zona del euro (variaciones interanuales)



PIB real de la zona del euro²⁾ (variaciones intertrimestrales)



1) Los intervalos están basados 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. La técnica utilizada 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 la dirección del BCE en Internet.

2) Datos ajustados por días laborables.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2013, la proyección de inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales en 2014, mientras que se ha mantenido sin cambios en 2015.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Sobre la base de los supuestos recogidos en el recuadro 1, se proyecta que el déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB en la zona de euro descienda desde el 3,2 % en 2013 hasta el 2,7 % en 2014, y siga disminuyendo hasta situarse en el 2,1% en 2016. El descenso del déficit previsto para 2014 refleja los esfuerzos de saneamiento presupuestario realizados en algunos países de la zona del euro y una reversión de la asistencia pública al sector financiero. En 2015 y 2016, la reducción gradual proyectada del déficit de las Administraciones Públicas estará determinada fundamentalmente por una contribución favorable del componente cíclico a medida que el exceso de capacidad disminuya y, en menor medida, por un continuado fortalecimiento del componente estructural, que previsiblemente mejorará a un ritmo menor que en los últimos años. Como resultado, el saldo presupuestario estructural, es decir, el saldo ajustado de ciclo tras deducir todas las medidas temporales, mejorará perceptiblemente en 2014 y, en menor medida, durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. La ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ascenderá hasta el 93,5 % en 2014, y posteriormente disminuirá hasta el 92,2 % en 2016.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Puesto que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones de la zona del euro, la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de estos supuestos técnicos puede contribuir al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a tres supuestos técnicos clave y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esos supuestos.¹

1) UNA TRAYECTORIA ALTERNATIVA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Los supuestos referidos a los precios del petróleo empleados en estas proyecciones de los expertos del BCE se derivan de las expectativas de los mercados medidas por los precios de los futuros sobre el petróleo en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos. En este momento, implican un descenso constante de los precios del petróleo durante el horizonte de proyección considerado. No obstante, sigue existiendo incertidumbre en relación con esta trayectoria. También hay incertidumbre respecto de la evolución de la demanda y de la oferta.

Por el lado de la demanda, una desaceleración del crecimiento en las economías emergentes podría tener un efecto negativo en los precios mundiales de las materias primas. Por otra parte, los precios del petróleo podrían subir si se produjera una recuperación más fuerte a nivel mundial y particularmente de la economía de Estados Unidos. Al mismo tiempo, por el lado de la oferta, se estima que los efectos del aumento de la producción de petróleo no convencional durante el horizonte contemplado serán limitados, por dos razones. En primer lugar, la mayor parte de esos efectos parecen haberse tenido ya en cuenta en la fijación de los precios y, en segundo lugar, incluso si se produjeran cambios considerables en la escala de producción estadounidense, sus efectos sobre los precios internacionales serían reducidos debido a una posible reacción de compensación en la producción de petróleo en Arabia Saudí. Asimismo, podría haber presiones al alza sobre los precios del petróleo por el lado de la oferta asociadas a eventos geopolíticos inesperados.

En conjunto, en el contexto de una recuperación mundial, parece plausible que el precio del petróleo sea más alto que el contemplado en el escenario de referencia. Por tanto, en este análisis de sensibilidad se tiene en cuenta un ajuste al alza de la trayectoria de los precios de los futuros sobre el petróleo sobre la base de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero de Estados Unidos². La trayectoria alternativa se basa en el supuesto de que los precios del petróleo serán un 2 %, 8 % y 14 % mayores que los precios de los futuros en los años 2014, 2015 y 2016, respectivamente. De acuerdo con los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del BCE, la subida de los precios del petróleo podría elevar la inflación medida por el IAPC en 0,2 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2015 y 2016. Al mismo tiempo, un aumento de los precios del petróleo también podría lastrar el crecimiento del PIB real, que podría ser 0,1 puntos porcentuales inferior en 2016.

2) UN TIPO DE CAMBIO DEL EURO MÁS BAJO

El tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de los veinte socios comerciales más importantes de la zona del euro— se ha apreciado en los últimos meses y actualmente se sitúa un 3 % por encima de su media histórica a largo plazo desde 1999. Los participantes en el mercado han atribuido este fortalecimiento en gran medida a la actual retirada de los inversores internacionales de los mercados emergentes (por lo que parte de las entradas de capital se dirigen a la zona del euro), a la corrección de las monedas de grandes países exportadores de materias primas y a la persistente debilidad del yen japonés.

El escenario de referencia de las proyecciones se basa en el supuesto de que los tipos de cambio bilaterales se mantendrán estables durante el horizonte contemplado en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos de 12 de febrero de 2014. En este contexto y a título ilustrativo, se ha elaborado una trayectoria alternativa estilizada del tipo de cambio sobre el supuesto de que el euro se depreciará en términos efectivos nominales en un 3 % a partir del segundo trimestre de 2014. Tal depreciación daría como resultado un crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales cada uno de los años del horizonte de proyección considerado.

3) MEDIDAS DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO ADICIONALES

Como se indica en el recuadro 1, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos estrictas que las exigencias de saneamiento presupuestario incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias se refleja en términos generales en los objetivos fiscales especificados por los Gobiernos en sus leyes presupuestarias para 2014 o en los borradores de sus planes presupuestarios, en los documentos del programa de la UE y el FMI y, en cierta medida, en los programas de estabilidad de 2013 (que se actualizarán en abril de 2014). No obstante, es frecuente que las medidas necesarias para lograr esos objetivos no se adopten o no tengan el suficiente nivel de detalle. En consecuencia, no son tenidas en cuenta en el escenario de referencia de las proyecciones, especialmente en 2015 y 2016, período que la mayoría de países no contempla en sus presupuestos actuales. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que la mayoría de Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas adicionales de saneamiento presupuestario, además de las consideradas en el escenario de referencia.

Supuestos en los que se basa el análisis de sensibilidad fiscal

El análisis de sensibilidad fiscal toma como punto de partida la «brecha fiscal» entre los objetivos presupuestarios de los Gobiernos y los supuestos presupuestarios en que se basan las proyecciones. Para calibrar el posible saneamiento presupuestario adicional se consideran la situación y la información específicas de cada país en relación con el alcance y la composición de las medidas de reequilibrio. En particular, la información específica de cada país sirve para reflejar la incertidumbre en torno a los objetivos fiscales, la probabilidad de que se adopten medidas de saneamiento presupuestario complementarias y los efectos macroeconómicos de retroalimentación conexos.

De acuerdo con este enfoque, se estima que el saneamiento presupuestario adicional en la zona del euro será de aproximadamente un 0,1 % del PIB en 2014, mientras que es probable que se adopten medidas adicionales en 2015 (de aproximadamente un 0,6 % del PIB) y, en menor medida, en 2016 (de aproximadamente un 0,3 % del PIB), lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 1,0 % del PIB al final de 2016. En lo que se refiere a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad busca incorporar perfiles nacionales y temporales específicos de las medidas de saneamiento adicionales más probables. En este ejercicio, a nivel agregado de la zona del euro, se estima que el saneamiento presupuestario se dirigirá principalmente al lado del gasto, aunque también incluirá incrementos de los impuestos directos e indirectos y de las contribuciones a la seguridad social.

Impacto macroeconómico de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales

Los resultados de la simulación del impacto del análisis de sensibilidad fiscal en el crecimiento del PIB real y en la inflación medida por el IAPC para la zona del euro utilizando el modelo NAWM³ del BCE se resumen en el siguiente cuadro.

Efectos macroeconómicos estimados de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en el crecimiento del PIB y en la inflación medida por el IAPC en la zona del euro

(% del PIB)	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de los Gobiernos ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8
Supuestos presupuestarios de las proyecciones	-2,7	-2,5	-2,1
Saneamiento presupuestario adicional (acumulado) ²⁾	0,1	0,7	1,0
Efectos del saneamiento presupuestario adicional (puntos porcentuales) ³⁾			
Crecimiento del PIB real	-0,1	-0,4	-0,1
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,1	0,1

- 1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del último programa de la UE y el FMI para los países interesados, en las recomendaciones más recientes dirigidas a países sometidos a un procedimiento de déficit excesivo, en las leyes presupuestarias y en los borradores de los planes presupuestarios de 2014, y en las actualizaciones de los planes de estabilidad de 2013 para los países no sometidos a un procedimiento de déficit excesivo.
- 2) Análisis de sensibilidad basado en las estimaciones de los expertos del Eurosistema.
- 3) Desviaciones del escenario de referencia en puntos porcentuales para el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC (ambos en términos anuales). El impacto macroeconómico se simula empleando el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE.

El impacto macroeconómico de las medidas de saneamiento presupuestario adicionales en 2014 es limitado, y se estima que en 2015 se situará en torno a -0,4 puntos porcentuales y que en 2016 será de nuevo limitado. El impacto de la inflación medida por el IAPC será previsiblemente de unos 0,1 puntos porcentuales.

Por tanto, el actual análisis apunta a ciertos riesgos a la baja para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento del PIB real, especialmente en 2015, puesto que no todas las medidas de saneamiento presupuestario previstas han sido incluidas en dicho escenario. Al mismo tiempo, existen también riesgos al alza para la inflación, ya que se estima que parte del saneamiento adicional provendrá de incrementos en los impuestos indirectos.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se centra exclusivamente en los posibles efectos a corto plazo de posibles medidas de saneamiento presupuestario adicionales. Incluso aunque las medidas de saneamiento presupuestario bien diseñadas suelen tener efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, existen efectos positivos a más largo plazo que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis⁴. Por último, los resultados de este análisis no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer nuevos esfuerzos de saneamiento presupuestario durante el horizonte de proyección. De hecho, tales esfuerzos son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas públicas en la zona del euro. De no lograrse dicho saneamiento, existe un riesgo de efectos adversos en la fijación de los precios de la deuda soberana. Asimismo, repercutiría negativamente en la confianza y obstaculizaría la recuperación de la economía.

- 1 Todas las simulaciones se han realizado sobre la base del supuesto de que no se producirán modificaciones de las políticas, ni de las demás variables relativas a los supuestos técnicos y al entorno internacional de la zona del euro.
- 2 Para una descripción detallada del modelo utilizado para calcular este ajuste al alza, véase Pagano, P. y Pisani, M., «Risk-adjusted forecasts of oil prices», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.
- 3 Para una descripción detallada del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro, véase Christoffel, K., Coenen, G. y Warne, A., «The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, No 944, BCE, octubre de 2008.
- 4 Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos del saneamiento presupuestario, véase el recuadro titulado «El papel de los multiplicadores fiscales en el debate actual sobre la consolidación», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2012.

Recuadro 3

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados para 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 el 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).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2014 y 2015 seguirá una trayectoria similar a la proyectada por los expertos del BCE. Las previsiones de crecimiento del PIB real en 2016 se encuadran dentro del intervalo de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE. Respecto a la inflación medida por el IAPC, las previsiones de la mayoría de instituciones apuntan a un nivel anual medio en 2014 y 2015 próximo al proyectado por los expertos del BCE. En 2016 prevén un intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,8 %, que se encuadra dentro de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE.

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

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2014	1,2	1,5	1,8	1,0	1,3	1,5
		[0,8 – 1,6]	[0,4 – 2,6]	[0,7-2,9]	[0,7-1,3]	[0,6 – 2,0]	[0,7 – 2,3]
Comisión Europea	Febrero 2014	1,2	1,8	-	1,0	1,3	-
OCDE	Noviembre 2013	1,0	1,6	-	1,2	1,2	-
Barómetro de la Zona del Euro	Febrero 2014	1,1	1,5	1,5	1,0	1,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2014	1,0	1,4	1,5	1,0	1,4	1,8
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2014	1,0	1,5	1,7	1,1	1,4	1,7
FMI	Enero 2014	1,0	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5

Fuentes: Proyecciones económicas de invierno de 2014 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de enero de 2014 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2013; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2013; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE 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 del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2014

Dirección: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de correos: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos los derechos reservados.

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