

## ARTÍCULO

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE SEPTIEMBRE DE 2014 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>



*Los indicadores recientes apuntan a un debilitamiento de las perspectivas a corto plazo, en un entorno de atonía de la actividad comercial, tensiones geopolíticas e incertidumbre sobre los procesos de reforma en algunos países de la zona del euro. No obstante, los factores subyacentes necesarios para que continúe la recuperación siguen estando presentes en el escenario de referencia de las proyecciones. La demanda interna se beneficiará de la orientación acomodaticia de la política monetaria, reforzada por las medidas convencionales y no convencionales adoptadas en junio de 2014, y de unas condiciones de oferta de crédito más favorables. El escenario de referencia incluye el supuesto de una orientación fiscal prácticamente neutral, tras años de considerables restricciones presupuestarias. Asimismo, el consumo privado se verá favorecido por el impacto de los bajos precios de las materias primas y el alza de los ingresos, a medida que la situación del mercado de trabajo vaya mejorando; la inversión se beneficiará de una menor necesidad de ajuste de los balances, así como de los efectos derivados de los procesos de convergencia tras años de debilidad de la actividad, aunque inicialmente se verá frenada por la existencia de abundante capacidad productiva sin utilizar. Las exportaciones se beneficiarán de la recuperación gradual de la economía mundial, reforzadas por los efectos de un tipo de cambio efectivo del euro más débil. El PIB real aumentará un 0,9% en 2014, un 1,6% en 2015 y un 1,9% en 2016. Estos incrementos son superiores al crecimiento potencial estimado, por lo que contribuyen a una reducción paulatina de la brecha de producción.*

*La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá en niveles bajos a corto plazo, promediando el 0,6% en 2014. Posteriormente, se prevé un lento incremento hasta el 1,1% en 2015 y el 1,4% en 2016. El repunte de la inflación proyectado refleja una mejora de la actividad económica, que se traducirá en un mayor crecimiento de los salarios y de los beneficios. Asimismo, el aumento de los precios de las materias primas no energéticas y, con carácter más general, de los precios de las importaciones de la zona del euro, que también está relacionado con un tipo de cambio del euro más débil, intensificará las presiones alcistas sobre los precios. No obstante, la persistente atonía y el descenso previsto de los precios del petróleo, como reflejo de la senda descendente de los futuros, frenan las perspectivas de inflación.*

*En comparación con las proyecciones publicadas en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales, debido a un resultado más débil de lo esperado en el segundo trimestre y al descenso de las exportaciones en el segundo semestre del año. La proyección para 2015 también se ha revisado a la baja, principalmente como consecuencia de un efecto de arrastre menos favorable. En cambio, la proyección para 2016 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, fundamentalmente por los efectos positivos de la mejora de las condiciones de financiación de la inversión privada. La inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales en 2014, debido a que los niveles observados en los últimos meses han sido inferiores a los previstos. Las proyecciones para 2015 y 2016 se mantienen sin cambios, ya que la evolución subyacente menos dinámica de lo previsto de la inflación medida por el IAPC, excluida la energía, se verá compensada, en general, por aumentos ligeramente superiores de la contribución del componente energético, dados los supuestos de un encarecimiento de los precios del petróleo y de una depreciación del tipo de cambio.*

*Las medidas recientemente adoptadas por el BCE solo están incluidas en el escenario de referencia a través de su impacto en los supuestos técnicos financieros (tipos de interés del mercado y cotizaciones*

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza de 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 21 de agosto de 2014..

*bursátiles, incluido el tipo de cambio). Por tanto, dicho escenario probablemente subestime los efectos del paquete de medidas adoptadas, ya que no incluye canales adicionales (véase recuadro 2).*

*En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro en el período comprendido entre 2014 y 2016. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado<sup>2</sup>, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas.*

*Las proyecciones para la zona del euro incluyen por primera vez a Lituania.*

### ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará durante el horizonte temporal considerado, desde un 3,7% en 2014 hasta un 4,2% en 2015 y un 4,3% en 2016. Pese a la volatilidad a corto plazo, se está afianzado el impulso de las economías avanzadas fuera de la zona del euro. La actividad en los mercados emergentes también ha repuntado, respaldada por la fuerte aceleración de China. Los indicadores mundiales confirman que el crecimiento se está consolidando. A un plazo más largo, se prevé que la actividad mundial se intensifique. El elevado grado de acomodación de la política monetaria en las economías avanzadas continúa apoyando a los mercados financieros y a la recuperación mundial. Las economías avanzadas también deberían beneficiarse progresivamente de la atenuación de los factores adversos, en un contexto de menor desapalancamiento del sector privado, menor necesidad de saneamiento presupuestario y mejora de los mercados de trabajo. Por el contrario, en algunas economías emergentes, los estrangulamientos en las infraestructuras, las restricciones de capacidad y los desequilibrios macroeconómicos probablemente limiten el potencial de crecimiento, mientras que otras economías emergentes están adaptándose a unas condiciones de financiación más restrictivas y a las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

El comercio mundial ha perdido cierto impulso desde finales del año pasado. De cara al futuro, el aumento de la inversión en las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro favorecerá un repunte gradual del comercio mundial. Sin embargo, se estima que también intervendrán factores estructurales, entre ellos, el menor ritmo de integración de las cadenas de suministro mundiales. En consecuencia, como en ejercicios de proyección anteriores, el escenario de referencia incluye el supuesto de que la elasticidad del comercio mundial respecto de la actividad será inferior a la observada antes de la crisis financiera mundial. De acuerdo con las proyecciones, el comercio mundial (excluida la zona del euro) aumentará un 3,9% en 2014, un 5,5% en 2015 y un 5,9% en 2016. Considerando que el ritmo de expansión

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

**Cuadro I Entorno internacional**

(tasas de variación anuales)

	Septiembre 2014				Junio 2014			Revisões desde junio de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Demandas externas de la zona del euro <sup>2)</sup>	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Nota: las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

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

de las importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro será más lento que el del resto del mundo, el crecimiento de la demanda exterior de la zona será ligeramente más débil que el del comercio mundial (véase cuadro 1).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento mundial se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2014 y en 0,2 para 2015 y 2016. Sin embargo, estas revisiones son de carácter técnico y no obedecen a un cambio de opinión sobre los países, sino a una actualización de las ponderaciones del PIB basadas en la paridad del poder adquisitivo, empleadas para elaborar los agregados de la actividad mundial, que atribuyen más importancia a las economías emergentes con mayor crecimiento<sup>3</sup>. Excluidos los efectos de las ponderaciones modificadas, el crecimiento del PIB mundial no se ha revisado prácticamente. La demanda exterior de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2014 y 2015 y en 0,1 para 2016. Estas revisiones a la baja reflejan la valoración de que el comercio mundial probablemente será más débil de lo previsto, así como unas perspectivas más pesimistas respecto al comercio con Rusia y con Ucrania (véase recuadro 4).

3 Tras la publicación de la encuesta de 2011 sobre los nuevos parámetros de la paridad del poder adquisitivo, realizada por el Programa de Comparación Internacional, el FMI actualizó sus estimaciones del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (véase el recuadro de la publicación Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial de julio de 2014 del FMI).

#### Recuadro I

#### 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 13 de agosto de 2014. 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 0,2 % en 2014 y 2015 y del 0,3 % 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 2,3 % en 2014, del 2,2 % en 2015 y del 2,5 % en 2016<sup>1</sup>. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés 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 se mantengan prácticamente estables en 2014 y 2015 y aumenten ligeramente en 2016.

Con respecto 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 se reducirán desde los 109,8 dólares estadounidenses registrados en el segundo trimestre de 2014 hasta los 102,7 en 2016. Los precios de las materias primas no energéticas

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 calculado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el 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 período considerado.

## Supuestos técnicos

	Septiembre 2014				Junio 2014			Revisões desde junio de 2014 <sup>1</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euribor a tres meses (en porcentaje, por año)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje, por año)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-20) (tasa de variación anual)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Nota: las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

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.

en dólares estadounidenses descenderán considerablemente en 2014, repuntarán en 2015 y aumentarán con algo más de vigor en 2016<sup>2</sup>.

Se estima 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 13 de agosto de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,36 en 2014 y en 1,34 en 2015 y 2016.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las leyes presupuestarias y en los presupuestos complementarios aprobados por los países de la zona del euro, sus planes presupuestarios a medio plazo y las medidas fiscales concretadas en las actualizaciones de los programas de estabilidad disponibles hasta el 21 de agosto 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 que probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa. En general, estos supuestos solo consideran un reducido grado de consolidación fiscal en el período abarcado por las proyecciones, sobre la base de los planes presupuestarios para 2014 y la limitada información disponible para 2015 y 2016. El nivel de consolidación fiscal implícito en los supuestos durante el horizonte contemplado es considerablemente inferior al observado en los últimos años.

En comparación con la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, las principales variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso de los tipos de interés a corto y a largo plazo en la zona del euro, así como un tipo de cambio efectivo del euro más débil. Si bien los precios del petróleo denominados en dólares estadounidenses son ligeramente más altos que en las proyecciones de junio, los precios de las materias primas no energéticas son más bajos.

2 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 temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer 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 alimenticias.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La recuperación económica en la zona del euro se estancó en el segundo trimestre de 2014, tras cuatro trimestres de crecimiento modesto. La debilidad de la actividad en el segundo trimestre es atribuible en parte a la contribución negativa de varios factores de carácter transitorio. En primer lugar, la actividad en el primer trimestre se benefició de un inusual efecto alcista derivado del reducido número de días festivos (debido a que el período completo de vacaciones escolares de Semana Santa coincidió con el segundo trimestre) y del cálido invierno, que impulsó la construcción. Ni la desestacionalización ni el ajuste por días laborables recogieron suficientemente estos factores alcistas en el primer trimestre. La desaparición de estos factores en el segundo trimestre frenó el crecimiento. En segundo lugar, los efectos de calendario negativos relacionados con un número de puentes mayor del habitual en muchos países de la zona del euro pueden haber reducido el número de días laborables efectivos en mayo, factor no recogido por el ajuste por días laborables.

En lo que respecta al segundo semestre de 2014, aunque los indicadores de confianza continúan en niveles próximos a sus medias a largo plazo, su reciente deterioro señala un crecimiento bastante modesto de la actividad a corto plazo. El debilitamiento de los datos procedentes de las encuestas tiene lugar en un entorno de agudización de las tensiones geopolíticas (véase recuadro 4) y de la incertidumbre acerca de los procesos de reforma económica en algunos países de la zona del euro. En conjunto, las proyecciones contemplan una recuperación bastante moderada de la actividad en el segundo semestre de 2014, más débil que la prevista anteriormente.

A un plazo más largo, y suponiendo que no se produzca una nueva escalada de las tensiones mundiales, se prevé una aceleración gradual del crecimiento del PIB real durante el horizonte temporal considerado. El crecimiento del PIB real repuntará en 2015 y 2016, y los diferenciales de crecimiento entre países se estrecharán, gracias a los progresos en la superación de la fragmentación de los mercados financieros, a la reducción de las diferencias en sus trayectorias fiscales y a los efectos beneficiosos para la actividad de anteriores reformas estructurales en varios países. El repunte esperado de la actividad se verá respaldado principalmente por un fortalecimiento de la demanda interna debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria, reforzada por las medidas convencionales y no convencionales recientemente adoptadas, por una orientación presupuestaria prácticamente neutral tras años de considerables restricciones y por el retorno de condiciones neutrales de oferta de crédito. En particular, el consumo privado debería beneficiarse del repunte de la renta real disponible derivado del impacto favorable de la baja inflación de las materias primas y del alza de los salarios. La inversión privada tanto residencial como no residencial también debería verse apoyada por la atenuación de los efectos adversos derivados de las necesidades de ajuste de los balances y por un efecto de convergencia tras años de inversión contenida. Asimismo, la actividad estará cada vez más respaldada por un fortalecimiento gradual de la demanda exterior, acentuado por la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y por anteriores aumentos de competitividad. No obstante, algunos factores siguen frenando un crecimiento más rápido. Los efectos adversos de las elevadas tasas de desempleo sobre las perspectivas de consumo privado en algunos países disminuirán solo gradualmente durante el horizonte temporal considerado, mientras que los amplios niveles de capacidad productiva sin utilizar en algunos países y, posiblemente, las restricciones a la oferta de trabajo en otros continuarán lastrando el gasto de inversión. Además, las tensiones geopolíticas actuales oscurecen las perspectivas a corto plazo para la inversión y las exportaciones. En promedio anual, el PIB real aumentará un 0,9 % en 2014, un 1,6 % en 2015 y un 1,9 % 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.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobren dinamismo durante el resto de 2014 y en 2015, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior de la zona del euro y al efecto favorable de la reciente depreciación del euro. Aunque las recientes tensiones entre la UE y Rusia tienen en general una influencia limitada en la demanda exterior y en las exportaciones de la zona del euro, algunos países con

**Cuadro 2 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro<sup>1</sup>**

(tasas de variación anual)

	Septiembre 2014				Junio 2014			Revisões desde junio de 2014 <sup>2</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3</sup>	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		[0,7-1,1] <sup>4</sup>	[0,6-2,6] <sup>4</sup>	[0,6-3,2] <sup>4</sup>	[0,6-1,4] <sup>4</sup>	[0,6-2,8] <sup>4</sup>	[0,5-3,1] <sup>4</sup>			
Consumo privado	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Consumo público	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Exportaciones <sup>5</sup>	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Importaciones <sup>5</sup>	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Empleo	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
IAPC	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		[0,5-0,7] <sup>4</sup>	[0,5-1,7] <sup>4</sup>	[0,7-2,1] <sup>4</sup>	[0,6-0,8] <sup>4</sup>	[0,5-1,7] <sup>4</sup>	[0,6-2,2] <sup>4</sup>			
IAPC excluida la energía	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6</sup>	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Costes laborales unitarios	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Remuneración por asalariado	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Productividad del trabajo	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Pùblicas (en % del PIB)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Saldo presupuestario estructural (en % del PIB) <sup>7</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Deuda bruta de las Administraciones Pùblicas (en % del PIB)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Balanza por cuenta corriente (en % del PIB)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) Las proyecciones para 2015 incluyen a Lituania. Las tasas medias de variación anuales en 2015 se basan en una composición de la zona del euro en 2014 que ya incluye a Lituania. Las proyecciones de variables de la contabilidad nacional se basan en la norma SEC 95.

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 IAPC.

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitórios 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 Bouthevillain, 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 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. Véase un análisis a este respecto, incluida la metodología de la Comisión, en el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Pùblicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012 y en el recuadro titulado «El saldo estructural como indicador de la posición presupuestaria subyacente» de la presente edición del Boletín Mensual.

lazos comerciales relativamente intensos con Rusia podrían verse afectados de manera más acusada. Las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán marginalmente durante el horizonte de proyección considerado, si bien a ritmos muy dispares entre los países de la zona, debido a la diferente evolución de la competitividad y a los distintos patrones comerciales. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán algo más despacio que las exportaciones fuera de ella, debido a una demanda interna aún bastante débil dentro de la zona.

La inversión empresarial repuntará gradualmente durante el horizonte de proyección, apoyada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa en el contexto de las necesidades acumuladas de inversión en reposición, por el nivel muy bajo de los tipos de interés y la mejora de su transmisión a los tipos de interés de las operaciones de préstamo en algunos países, por un fortalecimiento de los márgenes y por cierta mejoría de los efectos derivados de la oferta de crédito. No obstante, el efecto negativo del descenso del crecimiento tendencial y la progresiva reestructuración de los balances empresariales en algunos países de la zona del euro suponen un obstáculo para una recuperación más sólida de la inversión empresarial. Al final del período considerado, el nivel de inversión empresarial aún será un 6% inferior a su nivel máximo anterior a la crisis, con notables diferencias entre los países de la zona.

La inversión residencial repuntará gradualmente en el segundo semestre de 2014 y cobrará mayor dinamismo en 2015, a medida que la actividad se recupere en un entorno con tipos de interés hipotecarios bajos y mejores condiciones de oferta de crédito y que las necesidades de ajuste vayan desapareciendo. Sin embargo, en algunos países, el ajuste en los mercados de la vivienda y el crecimiento aún lento de la renta real disponible siguen frenando la construcción residencial. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido a la continuada contención del gasto en varios países de la zona del euro, que contrarrestan el perfil de inversión pública más expansivo de otros países.

Aunque el número de personas empleadas aumentó ligeramente en el primer semestre de 2014, el crecimiento del empleo seguirá siendo escaso en el segundo, antes de repuntar modestamente en 2015 y 2016. La recuperación del empleo prevista obedece al repunte de la actividad, al impacto positivo de la moderación salarial observada anteriormente y a los efectos beneficiosos de las reformas en los mercados de trabajo, que han aumentado la flexibilidad y apoyado la creación de empleo en el sector privado, especialmente en algunos países con dificultades. No obstante, nuevas reducciones de personal en el sector público en algunos países frenarán el crecimiento total del empleo. Se espera que la población activa aumente moderadamente durante el período considerado, debido a la inmigración y a medida que la mejora paulatina de la situación de los mercados de trabajo estimule la participación de determinados segmentos de población. La tasa de desempleo ha descendido en los últimos meses, debido fundamentalmente al cambio de tendencia del empleo y continuará descendiendo durante el horizonte contemplado, aunque se mantendrá en niveles significativamente superiores a los anteriores a la crisis. La productividad del trabajo (medida como el producto por persona ocupada) mejorará como consecuencia del repunte esperado del crecimiento del PIB real y del retardo de la respuesta del empleo a la evolución de la actividad.

Se espera que el crecimiento del consumo privado se recupere durante el horizonte considerado en paralelo al crecimiento de la renta real disponible. Dicho crecimiento estará respaldado por un aumento de las rentas del trabajo atribuible al alza del empleo y al repunte de los salarios, a un impacto menos adverso de la consolidación fiscal, a la creciente contribución de otras rentas personales (relacionadas principalmente con los beneficios) y a los bajos precios de las materias primas. La tasa de ahorro de los hogares se mantendrá estable debido a la contraposición de, por un lado, el efecto negativo del descenso de los tipos de interés y la gradual disminución del desempleo, que reducirá la necesidad de ahorro por

motivos de precaución y, por otro lado, el efecto positivo de una menor necesidad de desahorro en algunos países a medida que el aumento de la renta real disponible apoye el consumo. El consumo público se incrementará moderadamente a lo largo del período considerado.

Las importaciones de fuera de la zona del euro crecerán moderadamente durante dicho período. Estas siguen viéndose limitadas por la debilidad del crecimiento de la demanda total de la zona del euro y por algunos efectos a la baja derivados de la reciente depreciación del euro. La demanda exterior neta contribuirá moderadamente al crecimiento del PIB real durante el horizonte contemplado. El superávit de la balanza por cuenta corriente se mantendrá en general estable en el 2,4 % del PIB en 2016.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual, el crecimiento del PIB real en 2014 se ha revisado ligeramente a la baja en 0,2 puntos porcentuales, debido principalmente a un resultado en el segundo trimestre más débil de lo esperado. Asimismo, en el contexto del agravamiento de las tensiones geopolíticas, el impacto del descenso de la demanda mundial sobre las exportaciones y, en menor medida, el debilitamiento de la inversión suponen una revisión a la baja de la actividad en el segundo semestre de 2014. La proyección para 2015 se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, como reflejo de un menor efecto arrastre. La proyección para 2016 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, debido fundamentalmente al impacto positivo sobre la inversión privada de unas condiciones de financiación más favorables, respaldadas por las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico.

### **PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES**

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC general se situó en el 0,3 % en agosto de 2014. El modesto nivel actual de la inflación es resultado del descenso de los precios de la energía y los alimentos y de la débil tendencia de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios.

Tras situarse en una tasa del 0,6 % en el segundo trimestre de 2014, la inflación medida por el IAPC disminuirá ligeramente hasta el 0,4 % en el tercer trimestre y repuntará hasta el 0,7 % en el último trimestre de 2014. La inflación medida por el IAPC aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección hasta una tasa de 1,5 % en el cuarto trimestre de 2016. La reducción de la brecha de producción negativa a medida que la recuperación se consolide, que se traducirá en un aumento de los salarios y de los beneficios, debería ejercer cierta influencia al alza en la inflación. Asimismo, el encarecimiento de las materias primas no energéticas y de las importaciones de la zona del euro, amplificado por la depreciación del tipo de cambio del euro, contribuirá al aumento de los precios de consumo en la zona del euro. Sin embargo, la persistente holgura económica, debido a la reducción solo parcial de la brecha de producción negativa hasta 2016, que hace prever una dinámica muy modesta de los salarios y de los márgenes de beneficio, y el descenso esperado de los precios del petróleo implícitos en los mercados de futuros contendrán la inflación hasta ese año.

Concretamente, la inflación de los precios de la energía se mantendrá en niveles claramente negativos en el tercer trimestre de 2014 y oscilará en torno a cero durante el resto del horizonte temporal considerado. El efecto sobre los precios de consumo de la energía, derivado de la evolución ligeramente descendente de los futuros sobre los precios del crudo, se ve parcialmente compensado durante el período considerado por efectos alcistas ligados a factores como la depreciación del euro y por la evolución de los precios de otros componentes energéticos. En general, la contribución de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte contemplado será nula, nivel significativamente inferior a su contribución media de 0,5 puntos porcentuales entre 1999 y 2013. La evolución de este componente del

## ARTÍCULO

Proyecciones  
macroeconómicas  
de septiembre de 2014  
elaboradas por los expertos  
del BCE para  
la zona del euro

IAPC explica en gran parte las perspectivas de inflación más moderadas durante el período abarcado, en comparación con la evolución observada en los quince primeros años de la Unión Monetaria.

La inflación de los precios de los alimentos se mantendrá próxima a cero en el tercer trimestre de este año y repuntará vigorosamente en los trimestres siguientes hasta mediados de 2015, a medida que el importante efecto a la baja sobre los precios de los alimentos no elaborados derivado de la meteorología y de los efectos de base bajistas vaya desapareciendo. A partir de entonces, la inflación de los precios de los alimentos continuará aumentando, si bien de manera más gradual, y alcanzará tasas del 2,0% al final del período considerado. Los incrementos adicionales de los precios de los alimentos responden a la subida prevista de los precios agrícolas en origen en la UE, en consonancia con el afianzamiento gradual de la recuperación económica. En conjunto, los precios de los alimentos contribuirán en 0,2 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC durante el horizonte temporal considerado, nivel inferior a su contribución media de 0,5 puntos porcentuales entre 1999 y 2013, lo que también respalda las perspectivas de inflación comparativamente modestas.

Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, haya tocado fondo y se sitúe en el 0,8% entre el último trimestre de 2013 y el tercer trimestre de 2014. Dicha medida de la inflación subyacente aumentará gradualmente en el horizonte contemplado hasta alcanzar una tasa del 1,5% en el último trimestre de 2016, a medida que la recuperación cobre impulso, la brecha de producción se reduzca y el crecimiento de los salarios y los beneficios se consolide. La contribución de este componente a la inflación general medida por el IAPC es también inferior a la media y se situará en 0,8 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección, en comparación con su media a largo plazo de 1,1 puntos porcentuales.

Las subidas de impuestos indirectos incluidas en los planes de consolidación fiscal aportarán una pequeña contribución de aproximadamente 0,1 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC en 2014. Al no disponerse de información sobre las medidas presupuestarias aprobadas para el resto del horizonte de proyección, se espera que en 2015 y 2016 las aportaciones de los impuestos indirectos sean poco significativas (en comparación con una media histórica del 0,2%).

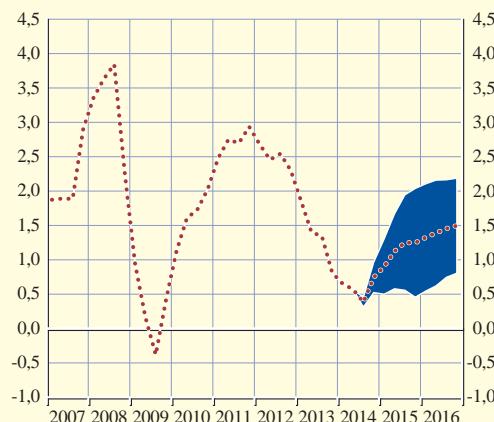
Las presiones externas sobre los precios han ejercido una considerable influencia bajista en la evolución reciente de la inflación medida por el IAPC. La tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones cayó de forma acusada, desde el 2,4% en 2012 hasta el -2,0% en el primer trimestre de 2014. Esta evolución reflejó la debilidad de los precios mundiales debido a la atonía del crecimiento mundial, la anterior apreciación del euro y los descensos de los precios del petróleo y de otras materias primas. Se espera que las intensas presiones a la baja sobre los precios desaparezcan en el segundo semestre de 2014, y que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones alcance un punto de inflexión. Hasta principios de 2015 se prevé un aumento de la tasa de crecimiento interanual de dicho deflactor, seguido de un crecimiento en general estable durante el resto del período considerado de aproximadamente un 1,4%, tasa cercana a su media de largo plazo. Este aumento de la tasa de crecimiento del deflactor de las importaciones refleja la subida prevista de los precios mundiales debido al fortalecimiento de la economía mundial, al repunte esperado de los precios de las materias primas no energéticas y a la depreciación del euro.

En lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, la mejora gradual de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro se traducirá en cierta aceleración de la remuneración por asalariado. Los costes laborales unitarios se ralentizarán durante los dos primeros años del período considerado, hasta situarse en el 1,0% en 2014 y el 0,8% en 2015, y se incrementarán ligeramente hasta el 1,1% en 2016. Dicha ralentización en los dos primeros años se explica por el modesto crecimiento de la remuneración por asalariado y por el fortalecimiento de la productividad del trabajo. En 2016 el crecimiento

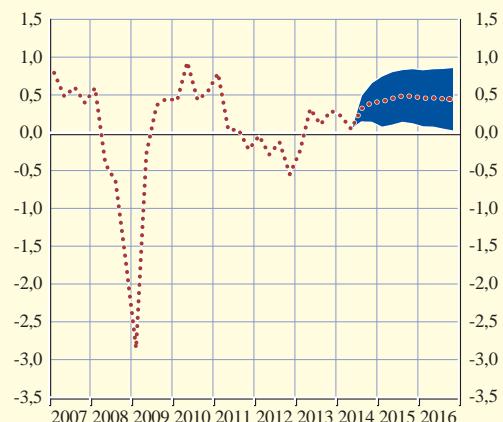
## Gráfico I Proyecciones macroeconómicas<sup>1</sup>

(datos trimestrales)

**Inflación medida por el IAPC de la zona del euro**  
(variaciones interanuales)



**PIB real de la zona del euro<sup>2</sup>**  
(variaciones intertrimestrales)



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 también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2) Datos ajustados por días laborables.

de los costes laborales unitarios se recuperará ligeramente, debido a un repunte de la remuneración por asalariado y al estancamiento general de la productividad. Este comportamiento refleja el retraso con que los salarios y el empleo responden a la recuperación económica, dada la notable atonía en los mercados de trabajo de la zona del euro, cuya recuperación es muy lenta.

Se espera que los márgenes de beneficio (calculados como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se reduzcan ligeramente en 2014 y que, a partir de entonces, cobren progresivamente vigor, respaldados por la recuperación cíclica de la economía.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2014, la proyección de inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2014, principalmente debido a que los resultados en los últimos meses han sido inferiores a lo esperado. Las proyecciones de la inflación medida por el IAPC para 2015 y 2016 no se han modificado, ya que el efecto de las revisiones a la baja del IAPC, excluida la energía, compensa en gran medida el de las revisiones al alza de los componentes energéticos del IAPC. En lo que se refiere al IAPC, excluida la energía, los resultados inferiores a lo esperado observados recientemente se traducirán en una evolución subyacente persistentemente más débil que la anteriormente prevista. Al mismo tiempo, los supuestos de una subida de los precios del petróleo y una depreciación del tipo de cambio llevan a la revisión al alza del componente energético del IAPC.

### 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 de la zona de euro se reduzca gradualmente desde el 3,0% del PIB registrado en 2013 hasta el 1,9% en 2016. Este descenso se debe principalmente a una mejora de la posición cíclica. El saldo estructural mejorará levemente durante el período considerado, como resultado de los esfuerzos de consolidación fiscal realizados en algunos países de la zona del euro y de la reversión prevista de la

asistencia pública al sector financiero. El crecimiento moderado continuado del gasto público compensará con creces los recortes de impuestos directos en varios países. No obstante, considerando los supuestos en materia de política fiscal actuales, el fortalecimiento estructural continuará, aunque a un ritmo mucho menor que en los últimos años. Se estima que la ratio de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB alcanzará un máximo del 93,9% en 2014 y que, posteriormente, disminuirá hasta el 91,5% en 2016.

#### Recuadro 2

##### **TRATAMIENTO DEL PAQUETE DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ANUNCIADO EN JUNIO DE 2014 POR EL BCE EN LAS PROYECCIONES**

El paquete de medidas de política monetaria anunciado el 5 de junio de 2014 comprende una amplia batería de medidas, algunas de aplicación inmediata (reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y prolongación de los procedimientos de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena), otras con entrada en vigor prevista en septiembre de 2014 (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, TLTRO) y otras que se encontraban pendientes de concretar y decidir a la fecha de cierre de los datos utilizados para estas proyecciones (compras simples de bonos de titulización de activos, ABS).

En este contexto, el enfoque elegido en estas proyecciones incluye la posibilidad de que este paquete de medidas influya en el escenario de referencia en la medida en que ha influido en los supuestos técnicos financieros basados en el mercado (en concreto, los tipos de interés del mercado y las cotizaciones bursátiles, así como el tipo de cambio). Se espera que la transmisión de las modificaciones de estos supuestos sea acorde con las regularidades históricas; en otras palabras, no se ha realizado ningún ajuste discrecional del marco de modelización estándar para obtener los supuestos relativos a los tipos de interés de las operaciones de préstamo o a los efectos sobre la oferta de crédito, ni se ha modificado ningún otro aspecto relacionado con la derivación del escenario de referencia.

Dicho escenario no recoge muchos otros posibles canales, por ejemplo, la transmisión del descenso de los costes de financiación de las entidades de crédito a los tipos de interés de sus préstamos, unas condiciones de oferta de crédito favorables y la utilización por las entidades de crédito de la financiación procedente de las TLTRO para compras de activos. Por tanto, en general, el escenario de referencia probablemente subestime el impacto del paquete anunciado, lo que representa un claro riesgo al alza para las proyecciones de crecimiento e inflación en dicho escenario.

#### Recuadro 3

##### **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 dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las

proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a tres supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esos supuestos<sup>1</sup>.

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

Los supuestos referidos a los precios del petróleo utilizados en estas proyecciones de los expertos del BCE se derivan de las expectativas del mercado medidas por los futuros sobre precios del petróleo, que predicen una caída de los precios del petróleo durante el horizonte de las proyecciones (véase recuadro 1). No obstante, sigue existiendo incertidumbre en relación con esta trayectoria.

El descenso esperado de los precios del petróleo podría reflejar una opinión del mercado de que la producción de petróleo en varios países de la OPEP, que se ha reducido recientemente debido a la inestabilidad política y a las tensiones geopolíticas, se recuperará en parte o se verá compensada por un incremento de la producción mundial de petróleo no convencional. No obstante, los precios del petróleo podrían incrementarse si se produjeran acontecimientos geopolíticos imprevistos en países productores de petróleo importantes (por ejemplo, Rusia) a corto y a medio plazo o se registrara una recuperación más fuerte a medio plazo a nivel mundial.

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 de las proyecciones. Por tanto, en este análisis de sensibilidad se tiene en cuenta un progresivo ajuste al alza de la trayectoria de los futuros sobre precios del petróleo<sup>2</sup>. La trayectoria alternativa parte del supuesto de que los precios del petróleo serán un 3 %, un 6 % y un 10 % 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 entre 0,1 y 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 podría lastrar el crecimiento del PIB real, que se reduciría en 0,1 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

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

El escenario de referencia supone que el tipo de cambio efectivo del euro no variará hasta el final del período considerado. No obstante, el euro podría depreciarse si se produjera un deterioro de las expectativas de crecimiento e inflación de la zona del euro en comparación con la economía estadounidense, o en caso de expectativas de orientaciones de política monetaria divergentes entre ambas economías, relacionadas con un período prolongado de tipos de interés bajos en la zona del euro y una normalización más rápida en Estados Unidos. Una trayectoria alternativa del euro, que reflejaría una depreciación más intensa, se ha derivado del percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense el 13 de agosto de 2014. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar estadounidense hasta un tipo de cambio de 1,24 en 2016, que es un 7,4 % inferior al contemplado en el escenario de referencia. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del

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, (1), art. 24, 2009.

euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las oscilaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense son reflejo de las variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Esto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro de hasta un 3,9 % por debajo del escenario de referencia en 2016.

En tales circunstancias, los resultados de los modelos macroeconómicos de los expertos del BCE apuntan a un aumento del crecimiento del PIB real (de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales) y a una subida de la inflación medida por el IAPC (de entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales) en 2015 y 2016.

### **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 los países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos restrictivas que las exigencias de consolidación fiscal incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias queda en general reflejado en los programas de estabilidad de 2014 y en los documentos del programa de la UE y el FMI. 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, especialmente en 2015 y 2016, período que la mayoría de los países no contempla en sus presupuestos actuales. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que varios Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas de consolidación adicionales, además de las incluidas 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. Las condiciones y la información específicas de cada país en términos de tamaño y composición se utilizan para calcular posibles necesidades adicionales de consolidación fiscal. En concreto, la información específica de cada país trata de reflejar incertidumbres relativas a los objetivos fiscales, la posibilidad de que se adopten medidas adicionales de saneamiento presupuestario cuyo impacto recaiga sobre la demanda agregada en lugar de sobre otros factores reductores del déficit y los efectos de retroalimentación macroeconómicos conexos.

De acuerdo con este enfoque, las necesidades de consolidación adicionales en la zona del euro serán muy limitadas en 2014 (menos de un 0,1 % del PIB), mientras que es probable que se adopten nuevas medidas en 2015 (de aproximadamente un 0,3 % del PIB) y, en menor medida, en 2016 (de aproximadamente un 0,1 % del PIB), lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 0,4 % del PIB al final de 2016. En cuanto a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad intenta incorporar perfiles temporales específicos para cada país en relación con los esfuerzos 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 subidas de los impuestos indirectos, siendo probables medidas de estímulo en forma de rebajas de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en 2016.

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

(en porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de las Administraciones Públicas <sup>1)</sup>	-2,4	-1,8	-1,1
Escenario de referencia de las proyecciones fiscales	-2,6	-2,4	-1,9
Medidas adicionales de saneamiento presupuestario (acumulado) <sup>2)</sup>	0,0	0,3	0,4
Efectos de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	0,0	-0,2	-0,2
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,1	0,0

1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del programa más reciente de la UE y el FMI para los países interesados y actualizaciones de los programas de estabilidad de 2014 para los demás países.

2) Análisis de sensibilidad basado en las estimaciones de los expertos del BCE.

3) Desviaciones del escenario de referencia en puntos porcentuales del crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC (ambas en términos anuales). El impacto macroeconómico se simula empleando el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE.

### Impacto macroeconómico de las medidas adicionales de consolidación fiscal

Los resultados de la simulación del impacto sobre el crecimiento del PIB real y sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro, obtenidos del análisis de sensibilidad fiscal basado en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE (NAWM<sup>3</sup>), se resumen en el cuadro anterior.

El impacto de las medidas adicionales de consolidación fiscal en el crecimiento del PIB real será limitado en 2014, aunque se estima que se situará en aproximadamente -0,2 puntos porcentuales en 2015 y 2016. El impacto en la inflación medida por el IAPC será de unos 0,1 puntos porcentuales en 2015.

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 y 2016, puesto que no todas las medidas de consolidación fiscal previstas han sido incluidas en dicho escenario. Paralelamente, también existen pequeños riesgos al alza para la inflación, debido a que se espera que parte del saneamiento adicional proceda de subidas de los impuestos indirectos.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se refiere únicamente a los posibles efectos a corto plazo de las medidas adicionales que previsiblemente se adopten. Aunque a corto plazo incluso las medidas de consolidación fiscal bien diseñadas suelen afectar negativamente al crecimiento del PIB real, a más largo plazo existen efectos positivos que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis<sup>4</sup>. En consecuencia, sus resultados no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer esfuerzos de saneamiento adicionales durante el horizonte temporal considerado. De hecho, son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. De no producirse dicho saneamiento, existe el riesgo de que la fijación del precio de la deuda soberana se vea afectada negativamente. Por otra parte, podrían producirse efectos negativos sobre la confianza, lo que obstaculizaría la recuperación de la economía.

3) Para una descripción del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM), véase Christoffel, K., Coenen, G. y Warne, A., «The New Area-Wide Model of the euro area: micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008.

4) Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal, véase el artículo titulado «Fiscal multipliers and the timing of consolidation», en la edición de abril de 2014 del Boletín Mensual del BCE.

**Recuadro 4****CONSECUENCIAS DE LAS TENSIONES ENTRE LA UE Y RUSIA PARA LAS PERSPECTIVAS COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO**

La agudización de las tensiones geopolíticas y el descenso de la confianza que ello ha ocasionado pueden haber afectado negativamente a la actividad en la zona del euro en las últimas fechas. No obstante, el escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que las recientes tensiones entre la UE y Rusia apenas tendrán consecuencias negativas para el comercio de la zona del euro. La demanda externa y las exportaciones de la zona se verán afectadas principalmente por dos vías.

En primer lugar, el empeoramiento de las perspectivas de la economía rusa se ha traducido en un descenso de la demanda interna y de las importaciones rusas durante el horizonte temporal considerado, en comparación con las proyecciones publicadas en la edición de junio del Boletín Mensual, con repercusiones adversas para la demanda exterior y para las exportaciones de la zona del euro. La escalada de las tensiones en Ucrania ha dado lugar a nuevas sanciones, en su mayoría financieras, por parte de la UE y de Estados Unidos contra Rusia. Tras una contracción del 0,3 % del PIB ruso, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2014, la actividad en los próximos trimestres seguirá siendo anémica, como reflejo de la debilidad de la inversión en parte debida a las subidas de los tipos de interés por el Banco de Rusia, a un entorno de financiación mucho más restrictivo a nivel interno y externo, a las salidas de capital y a una elevada incertidumbre. Por su parte, la incertidumbre que rodea las perspectivas económicas y el descenso de la renta real disponible, resultado del aumento de la inflación, también atribuible a la depreciación del rublo, contendrá el consumo privado. Este deterioro de la demanda interna supone un lastre para el crecimiento del PIB y de las importaciones de ese país durante el horizonte temporal considerado, lo que ha llevado a revisar a la baja sus importaciones respecto a las últimas proyecciones. Dado que Rusia representa en torno al 4,5 % de la demanda exterior de la zona del euro, esta trayectoria más débil de sus importaciones implica una reducción marginal de la demanda exterior de la zona del euro de unos 0,1 puntos porcentuales al final de 2016, en comparación con las últimas proyecciones.

En segundo lugar, Rusia ha decretado un embargo a la importación de determinados alimentos de países que hubieran aplicado sanciones contra ciudadanos o empresas de ese país, lo que afecta a las importaciones de alimentos procedentes de la zona del euro. Dicho embargo afecta a cerca del 2 % de las importaciones totales rusas de bienes y servicios, lo que representa un freno adicional para el crecimiento de sus importaciones durante el horizonte contemplado. Para reflejar los efectos de estas restricciones a la importación, se ha supuesto que aproximadamente un tercio de las importaciones sujetas al embargo podrán ser sustituidas inmediatamente por otros proveedores extranjeros. El resto dará lugar a una leve contracción del crecimiento de las importaciones de ese país a finales de 2014 y principios de 2015. Ello se traduce en una reducción inferior a 0,1 puntos porcentuales de la demanda exterior de la zona del euro a principios de 2015, en comparación con las últimas proyecciones.

Aunque estas repercusiones adversas para la demanda exterior de la zona del euro serán probablemente de pequeña magnitud, ciertos países de la zona podrían sufrir un mayor impacto, dependiendo de sus lazos comerciales con Rusia. Asimismo, las recientes tensiones parecen haberse traducido en un descenso de la confianza empresarial en la zona del euro.

Proyecciones  
macroeconómicas  
de septiembre de 2014  
elaboradas por los expertos  
del BCE para  
la zona del euro

Conviene hacer algunas salvedades respecto a estas estimaciones. El efecto negativo sobre las exportaciones de la zona del euro derivado del embargo ruso podría ser superior al indicado por la revisión a la baja de la demanda exterior, ya que las medidas de embargo están dirigidas específicamente contra la zona del euro y otros países de la OCDE, lo que no queda reflejado por las cuotas de participación en el comercio exterior, que son fijas. En consecuencia, resulta plausible suponer que las exportaciones de la zona del euro puedan experimentar una reducción más intensa de lo proyectado. Por otro lado, los países de la zona del euro podrían encontrar mercados de exportación alternativos, lo que amortiguaría el impacto del embargo.

Por último, como se expuso en la edición de junio de 2014 del Boletín Mensual (véase el recuadro titulado «La exposición de la zona del euro a la crisis de Ucrania»), una escalada de las tensiones en la región podría llevar a la imposición de nuevas sanciones contra Rusia y a eventuales represalias de esta contra la UE. De ser así, es probable que el impacto sobre la actividad y la inflación en la zona del euro fuese mucho mayor.

#### Recuadro 5

#### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

#### 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 Eurosystema	Septiembre 2014	0,9 [0,7-1,1]	1,6 [0,6-2,6]	1,9 [0,6-3,2]	0,6 [0,5-0,7]	1,1 [0,5-1,7]	1,4 [0,7-2,1]
Comisión Europea	Mayo 2014	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OCDE	Mayo 2014	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Barómetro de la zona del euro	Agosto 2014	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2014	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Agosto 2014	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
FMI	Julio 2014	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Fuentes: European Economic Forecast de la Comisión Europea, primavera de 2014; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, actualización de julio de 2014 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2014; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2014; 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.

## ARTÍCULO

Proyecciones  
macroeconómicas  
de septiembre de 2014  
elaboradas por los expertos  
del BCE para  
la zona del euro

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2014 será ligeramente superior a lo previsto en las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE. Las previsiones de crecimiento del PIB real en 2015 y 2016 son similares o ligeramente inferiores a las proyecciones de los expertos del BCE. Respecto a la inflación medida por el IAPC, las previsiones de la mayoría de las instituciones apuntan a un nivel anual medio en 2014 y 2015 próximo o ligeramente superior al proyectado por los expertos del BCE. En 2016, según otras previsiones disponibles, la inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, entre el 1,3 % y el 1,5 %, frente al 1,4 % de las proyecciones de los expertos del BCE. En el momento actual, todas las previsiones disponibles para 2015 y 2016 se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones del BCE que se indican en el cuadro.