



PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE SEPTIEMBRE DE 2015 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO¹

1. PERSPECTIVAS PARA LA ZONA DEL EURO: RESUMEN Y ASPECTOS PRINCIPALES

Se prevé que la recuperación de la actividad en la zona del euro continúe, aunque a un ritmo algo más lento de lo esperado anteriormente, lo que se refleja en algunas revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento. La recuperación estará apoyada por la positiva dinámica interna, pese a que el entorno exterior es ahora menos favorable. La inflación seguirá siendo muy baja en 2015 y aumentará durante el período abarcado por las proyecciones hasta situarse en el 1,7 % en 2017. El aumento de las tasas de inflación interanual se materializará algo más lentamente de lo previsto en junio. En consecuencia, las proyecciones de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, debido fundamentalmente al descenso de los precios del petróleo.

Las proyecciones se basan en supuestos relativos a los precios del petróleo y al tipo de cambio considerados hasta la fecha límite de recepción de datos de 12 de agosto de 2015. La evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro desde esa fecha apunta a la existencia de riesgos a la baja para las proyecciones macroeconómicas de los expertos relativas al crecimiento del PIB real y a la inflación medida por el IAPC.

Se prevé que la recuperación económica continúe, aunque a un ritmo algo más lento de lo esperado anteriormente. La dinámica interna debería fortalecerse gradualmente, apoyada por la política monetaria del BCE, incluidas sus medidas no convencionales. A nivel mundial, las perspectivas son ahora menos favorables debido a acontecimientos adversos en algunas economías emergentes. No obstante, en general, aún se espera que el crecimiento mundial se intensifique en el horizonte temporal considerado, impulsado en particular por la evolución favorable de la actividad en las economías avanzadas.

La contribución de factores externos a la actividad en la zona del euro será más débil de lo previsto en las proyecciones de junio de 2015. Aunque el crecimiento esperado en las economías avanzadas se mantiene prácticamente sin cambios respecto a las proyecciones de junio de 2015, las perspectivas para la actividad y las importaciones en las principales economías emergentes se han revisado a la baja considerablemente. En consecuencia, se proyecta que la demanda exterior de la zona del euro se recupere a un ritmo notablemente más débil de lo previsto en las proyecciones de junio de 2015. Sin embargo, aún se espera que la última depreciación del euro influya positivamente en el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro.

El impacto favorable de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE continúa transmitiéndose a la economía. Los tipos de interés de los préstamos bancarios siguieron cayendo en el segundo trimestre de este año y se prevé que continúen en niveles históricamente bajos durante el

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 el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos para los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo y al tipo de cambio fue el 12 de agosto de 2015 (véase recuadro 2). La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 21 de agosto de 2015. El presente ejercicio de proyección macroeconómica abarca el período 2015-2017. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Véase el artículo titulado «Evaluación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema» en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2013.

horizonte de proyección. Se espera que la demanda agregada y, fundamentalmente, la formación de capital fijo y las exportaciones se beneficien de la orientación muy acomodaticia de la política monetaria.

Continúa el proceso de ajuste de la economía después de la crisis, lo que apoya el crecimiento. Tras los muchos años de consolidación fiscal transcurridos hasta 2013, se prevé que la orientación de la política fiscal, medida como un cambio en el saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero, sea ligeramente expansiva durante el horizonte de proyección. Las condiciones de oferta de crédito han seguido mejorando, como demuestra la relajación neta tanto de los criterios de aprobación como de las condiciones de los préstamos señalada en la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. El apalancamiento de las sociedades no financieras (medido por la ratio deuda-capital) continuó disminuyendo a principios de 2015 y ha vuelto a niveles previos a la crisis. Los hogares han logrado progresos adicionales en la reducción de su endeudamiento y su patrimonio neto ha seguido aumentando en los últimos trimestres. Paralelamente, los precios de la vivienda parecen haber tocado fondo y comenzado a aumentar de nuevo, en promedio, en la mayoría de países de la zona del euro. Por último, el mercado de trabajo ha experimentado un cambio de tendencia y respalda cada vez más el crecimiento del consumo privado.

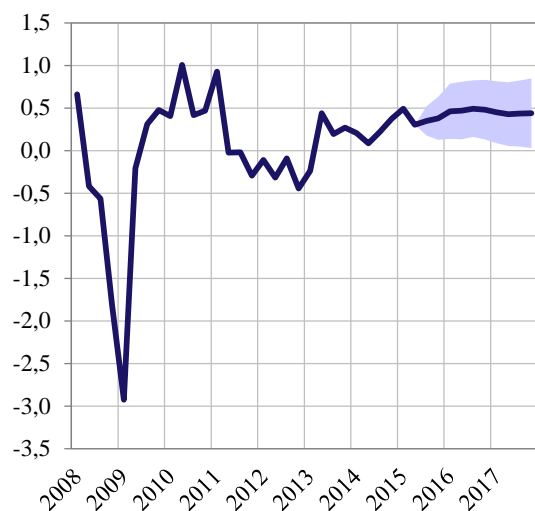
Sin embargo, varios factores siguen lastrando las perspectivas de crecimiento. El endeudamiento de los sectores público y privado es aún muy alto en algunos países. El desempleo estructural también se mantiene en niveles elevados, en particular en algunos países en dificultades de la zona del euro. La preocupación por el potencial de crecimiento a largo plazo y el lento progreso en la aplicación de reformas estructurales seguirán siendo un lastre para el gasto en inversión. Por último, los recientes acontecimientos en Grecia implican una considerable revisión a la baja de las perspectivas para ese país.

Gráfico 1 Proyecciones macroeconómicas¹⁾

(datos trimestrales)

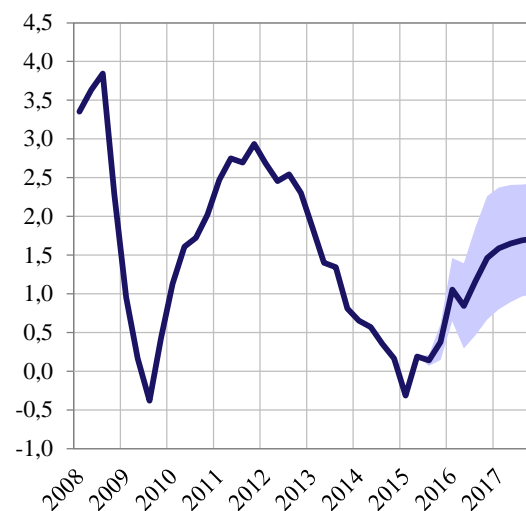
PIB real de la zona del euro²⁾

(variaciones intertrimestrales)



Inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(variaciones interanuales)



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

2) Datos ajustados por días laborables.

La inflación medida por el IAPC se ha estabilizado prácticamente en tasas positivas pero bajas en los últimos meses. La inflación medida por el IAPC osciló en torno al 0,2 % en los meses transcurridos hasta agosto de 2015, tras experimentar una recuperación desde el mínimo del -0,6 % registrado en enero de 2015. El mantenimiento básicamente sin cambios de la tasa de inflación durante los últimos meses

oculta una evolución dispar de sus componentes. La disminución de las tasas de inflación de la energía y los alimentos refleja los descensos de los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias, que en el caso del petróleo se vieron mitigados parcialmente por un aumento de los márgenes del refino. En contraste, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos ha repuntado levemente en los últimos meses, impulsada por la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la inflación de los precios de los servicios se mantuvo bastante estable.

Se proyecta que la inflación medida por el IAPC siga siendo baja a corto plazo y que aumente hacia finales de 2015. Aunque se espera que la inflación medida por el IAPC se sitúe en promedio en el 0,1 % en 2015, debería incrementarse hasta el 1,1 % en 2016 y el 1,7 % en 2017. Efectos de base alcistas, junto con el aumento de los precios del petróleo en euros supuesto en las proyecciones, harán que la contribución a la baja del componente energético del IAPC sea menor a partir del cuarto trimestre de 2015. No obstante, se proyecta que este componente comience a contribuir positivamente a la inflación medida por el IAPC solo a partir del cuarto trimestre de 2016. La inflación medida por el IAPC excluida la energía aumentará gradualmente durante el horizonte contemplado, reflejando la solidez del crecimiento tanto de los salarios como de los márgenes. La menor holgura de la economía y de los mercados de trabajo, y el aumento de las tensiones en dichos mercados, que se refleja en una caída de la tasa de desempleo hasta el 10,1 % en 2017, impulsarán al alza la inflación subyacente durante los próximos años. Asimismo, el aumento de las presiones externas sobre los precios debido a la prolongada transmisión del tipo de cambio a los precios de consumo y los efectos alcistas de la subida de los precios energéticos y de las materias primas no energéticas supuesta en las proyecciones contribuirán a la recuperación de la inflación subyacente.

2. ECONOMÍA REAL

Se prevé que la recuperación de la actividad en la zona del euro continúe, aunque a un ritmo algo más lento de lo esperado anteriormente. Tras el fuerte impulso procedente de la bajada de los precios del petróleo a finales de 2014 y principios de 2015, la actividad en el segundo trimestre de 2015 no mantuvo toda la intensidad observada en meses precedentes. El crecimiento del PIB real se desaceleró hasta situarse en el 0,3 % en el segundo trimestre, y se espera que aumente a tasas prácticamente similares en el segundo semestre de 2015. Aunque las débiles perspectivas del comercio frenan la dinámica de crecimiento en la zona del euro, la última depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y los bajos tipos de interés probablemente apoyarán la inversión empresarial, mientras que la favorable evolución del mercado de trabajo y el descenso de los precios de la energía sostendrán el consumo. Sin embargo, dado el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y la menor demanda exterior, la recuperación cíclica será más frágil de lo previsto y la brecha de producción negativa será algo más persistente. En promedio anual, el crecimiento del PIB real aumentará sustancialmente, desde el 0,9 % en 2014 hasta el 1,4 % en 2015, el 1,7 % en 2016 y el 1,8 % en 2017.

Se espera que el gasto en consumo privado siga siendo el factor determinante de la recuperación. Las perspectivas de crecimiento de la renta real disponible a corto plazo siguen siendo favorables, respaldadas por el impacto del nuevo descenso de los precios de la energía sobre la renta real. Más adelante, se espera que las rentas salariales se incrementen en un contexto de sólido crecimiento del empleo y de aceleración de la remuneración nominal por asalariado, mientras que otras rentas personales también aumentarán a medida que la economía en general se recupere. La relajación de las condiciones de concesión de préstamos y los bajos costes de financiación, reforzados por las medidas no convencionales adoptadas por el BCE, deberían respaldar el consumo privado y, en cierta medida, un incremento del patrimonio neto de los hogares, como consecuencia del aumento de los precios de los activos financieros en 2015 y de las mejoras adicionales de los mercados de la vivienda en 2016 y 2017. En general, el crecimiento anual del consumo privado alcanzará un 1,7 %, en promedio, durante el horizonte de proyección (tras una subida del 1,0 % en 2014).

Se espera que la curva de la tasa de ahorro tenga forma de U invertida en los próximos trimestres, reflejando cierta suavización del consumo ante la débil evolución mostrada recientemente por los precios del petróleo. Tras un ligero aumento de la tasa de ahorro en 2015, debido a que parte de los ingresos extraordinarios obtenidos por el abaratamiento del petróleo se destinan al ahorro, se prevé un

leve descenso de dicha tasa en 2016 a medida que ese efecto desaparezca. Al margen de este efecto temporal, la tasa de ahorro apenas variará durante el resto del horizonte considerado, debido a efectos compensatorios. Por una parte, un nivel muy bajo de los rendimientos por intereses tiende a desincentivar el ahorro por un efecto de sustitución intertemporal. Además, en algunos países, una mejora adicional de la confianza de los consumidores, junto con una disminución gradual del desempleo, podría traducirse en un descenso del ahorro por motivos de precaución. Asimismo, los hogares podrían aumentar gradualmente el gasto en compras importantes anteriormente aplazadas, lo que reduciría la tasa de ahorro. Por otro lado, los elevados niveles de desempleo y endeudamiento seguirán ejerciendo cierta presión al alza sobre el ahorro. Por último, en algunos países, el muy bajo nivel de los tipos de interés podría dar lugar a la necesidad de ahorrar adicionalmente para pensiones.

Se espera que la inversión en vivienda repunte en la zona del euro, aunque partiendo de un nivel bajo. Tras una severa recesión de ocho años y una caída acumulada de más del 25 %, la inversión en vivienda se estabilizará en 2015. De cara al futuro, la inversión en vivienda debería cobrar impulso durante el horizonte temporal considerado, respaldada por el crecimiento sostenido de la renta real disponible, por tipos muy bajos de los préstamos hipotecarios y por la relajación de las condiciones de financiación, reforzadas por las medidas no convencionales adoptadas por el BCE. Esto debería traducirse en un crecimiento más vigoroso de los préstamos a los hogares. Sin embargo, es probable que los altos niveles de endeudamiento de los hogares en algunos países y los efectos demográficos desfavorables en otros impidan un mayor crecimiento de la inversión en vivienda.

La inversión empresarial cobrará impulso de forma gradual, apoyada por las medidas no convencionales adoptadas por el BCE y por la recuperación cíclica. Se dan las condiciones para una recuperación gradual. Se prevé que las tendencias de demanda, la necesidad de modernizar el stock de capital tras varios años de contención de la inversión, la orientación muy acomodaticia de la política monetaria y un fortalecimiento de los márgenes respalden el gasto de capital. Asimismo, la presión general para el desapalancamiento de las empresas en la zona del euro debería, en el horizonte de proyección, limitar la inversión empresarial en menor medida que en el pasado. No obstante, la recuperación de la inversión empresarial seguirá viéndose frenada por las restricciones financieras que aún persisten y por los elevados niveles de endeudamiento en algunos países, así como por las expectativas de un crecimiento del producto potencial más débil que en el pasado.

La demanda exterior de la zona del euro se fortalecerá gradualmente durante el horizonte de proyección, aunque a un ritmo más lento de lo anteriormente previsto, debido a un crecimiento de las importaciones mucho más débil en las economías emergentes. El impulso de la demanda exterior de la zona del euro será mucho más limitado que el observado antes de la crisis, reflejando tanto una ralentización de la actividad mundial como una menor elasticidad del comercio internacional al crecimiento, esto último debido en gran medida a una revisión a la baja del contenido en importaciones del crecimiento de las economías emergentes (véase recuadro 1).

Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro debería recuperarse moderadamente durante el horizonte de proyección, beneficiándose también de la última depreciación del euro. Se proyecta que la cuota de mercado de las exportaciones fuera de la zona del euro aumente. El crecimiento de las importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro se incrementará gradualmente durante el período considerado, debido al fortalecimiento de la demanda total en la zona del euro. El superávit de la balanza por cuenta corriente pasará del 2,1 % del PIB en 2014 a un 3,0 % en 2015, como consecuencia de la relación de intercambio, y se reducirá hasta el 2,7 % en 2017.

Se espera que la brecha de producción se estreche, principalmente en un entorno de débil crecimiento del producto potencial. Se estima que el crecimiento del producto potencial se sitúe en torno al 1 % durante el horizonte de proyección, manteniéndose claramente por debajo de su nivel anterior a la crisis. Con un crecimiento del PIB real que se prevé sea superior a su potencial, se proyecta una reducción paulatina de la brecha de producción negativa durante el período considerado.

Recuadro 1

ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento mundial sigue siendo gradual y desigual. Tras la moderación observada en el primer trimestre del año, los indicadores y datos más recientes apuntan a que la actividad mundial será débil también a corto plazo. De cara al futuro, se espera un fortalecimiento del crecimiento mundial. Los bajos precios del petróleo, unas condiciones de financiación que seguirán siendo acomodaticias a escala mundial, la menor intensidad de la consolidación fiscal, la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza deberían apoyar una recuperación en las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas han empeorado considerablemente para las economías emergentes, al haberse materializado algunos de los riesgos a la baja identificados en proyecciones anteriores. Los impedimentos estructurales y los desequilibrios macroeconómicos están limitando el crecimiento en algunas economías emergentes, mientras que otras se están viendo afectadas negativamente por el descenso de los precios de las materias primas, por la incertidumbre política y por el endurecimiento de las condiciones de financiación externa. Tras un débil inicio de año, se proyecta que el crecimiento del PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente desde el 3,2 % en 2015, hasta el 4 % en 2017.

El comercio mundial perdió un impulso considerable en el primer semestre de 2015 y se prevé una recuperación gradual durante el período considerado. Las importantes caídas de las importaciones en algunas grandes economías emergentes han frenado las importaciones mundiales, si bien el comercio en las economías avanzadas ha mostrado mayor resistencia. Tras el persistente e inesperado retroceso del comercio mundial en los últimos cuatro años, y con unas perspectivas para las importaciones de las economías emergentes que se prevé sigan siendo débiles, ya no se proyecta que el comercio mundial experimente un fuerte repunte; las encuestas y los modelos a corto plazo apuntan a una recuperación muy moderada durante el resto del año. Por tanto, se espera que las importaciones mundiales crezcan en consonancia con el PIB mundial. Según las proyecciones, la demanda exterior de la zona del euro se acelerará desde el 1,5 % en 2015, hasta el 4,1 % en 2017.

En comparación con las proyecciones de los expertos publicadas en junio, la actividad mundial se ha revisado a la baja en todo el horizonte temporal considerado, como reflejo del debilitamiento de las perspectivas de las economías emergentes. La demanda exterior de la zona del euro también se ha revisado sustancialmente a la baja, dado que se considera que la débil actividad en las economías emergentes lastrará las importaciones mucho más de lo previsto.

Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

	Septiembre 2015				Junio 2015			Revisiones desde junio de 2015		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,2	3,8	4,0	3,4	4,1	4,1	-0,2	-0,3	-0,1
Comercio mundial (excluida la zona del euro) ¹⁾	3,2	1,4	3,3	4,1	2,0	4,8	5,2	-0,6	-1,5	-1,1
Demanda exterior de la zona del euro ²⁾	3,3	1,5	3,3	4,1	2,2	4,6	5,0	-0,7	-1,2	-0,9

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

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.

La mejora de las condiciones de los mercados de trabajo en la zona del euro continuará durante el período analizado. El empleo en el primer semestre de 2015 superó en 1,9 millones su nivel más bajo registrado a mediados de 2013, si bien todavía era 3,9 millones inferior a su nivel máximo anterior a la crisis. Se estima que seguirá mejorando significativamente durante el horizonte de proyección, sostenido principalmente por la recuperación económica y, en algunos países, por los incentivos fiscales, por la moderación salarial y por anteriores reformas de los mercados de trabajo. El número de horas trabajadas

por persona ocupada se incrementará ligeramente durante el período considerado, aunque se mantendrá muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Se espera que la población activa aumente moderadamente, frenada por los efectos disuasorios del todavía elevado desempleo en algunos países y por factores demográficos adversos en otros. Se prevé que la tasa de desempleo, que se redujo hasta el 11,1 % en el segundo trimestre de 2015, descienda hasta el 10,1 % en 2017.

Recuadro 2

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

En comparación con las proyecciones de junio, las variaciones en los supuestos técnicos incluyen un descenso considerable de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses y unos tipos de interés a largo plazo ligeramente más bajos en la zona del euro.

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados hasta el 12 de agosto de 2015, fecha límite de recepción de datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,0 % en 2015 y 2016 y del 0,1 % en 2017. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro sugieren un nivel medio del 1,3 % en 2015, del 1,6 % en 2016 y del 1,8 % en 2017.¹ Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés de los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos que las entidades aplican a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro disminuyan levemente en 2015 y se incrementen moderadamente en 2016 y 2017. En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas al 12 de agosto, fecha límite de recepción de datos, se supone que el precio del barril de Brent se reducirá desde los 98,9 dólares en 2014, hasta los 55,3 en 2015, y que posteriormente aumentará hasta los 56,1 dólares en 2016 y los 60,9 en 2017. Los supuestos contemplan que los precios de las materias primas no energéticas en dólares experimentarán un descenso sustancial en 2015 y 2016 y una ligera alza en 2017.² Se supone que los tipos de cambio bilaterales se mantendrán sin cambios durante el horizonte de proyección en los niveles medios registrados en el período de dos semanas hasta el 12 de agosto, fecha límite de recepción de datos. Esto implica un tipo de cambio de 1,10 dólares por euro durante el período considerado.

Supuestos técnicos

	Septiembre 2015				Junio 2015			Revisiones desde junio de 2015 ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euríbor a tres meses (en porcentaje anual)	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje anual)	2,0	1,3	1,6	1,8	1,3	1,7	1,9	0,0	-0,1	-0,1
Precio del petróleo (en USD por barril)	98,9	55,3	56,1	60,9	63,8	71,0	73,1	-13,3	-21,0	-16,7
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-8,6	-19,7	-4,6	4,4	-13,6	2,9	4,9	-6,1	-7,5	-0,5
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	-0,9	-1,9	-1,9
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-19) (tasa de variación anual)	0,6	-9,8	-0,2	0,0	-9,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0

1) Las revisiones se calculan a partir de datos sin redondear y 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.

- 1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento a diez años de todos los bonos a la par de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte temporal de las proyecciones. Los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantendrán constantes durante el período considerado.
- 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 de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas minerales no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2016 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja en comparación con el ejercicio de proyección anterior. Esta revisión se debe principalmente a una trayectoria menos favorable de la demanda externa —debida fundamentalmente a un crecimiento más débil de las economías emergentes— que se ha traducido en un descenso de las exportaciones y, en 2016 y 2017, un menor crecimiento de la inversión. Otro factor es la reciente crisis en Grecia, que ha generado sustanciales revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento de este país durante el horizonte de proyección.

3. PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 0,1 % en 2015, y repuntará hasta el 1,1 % en 2016 y el 1,7 % en 2017. Se prevé que la inflación medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos durante los próximos meses y que aumente hacia finales de año, como resultado en gran parte de los efectos de base al alza de los precios de la energía y de la subida prevista de los precios del petróleo. Ello debería incrementar significativamente la contribución del componente energético del IAPC y traducirse asimismo en presiones alcistas graduales sobre el IAPC excluida la energía. En conjunto, el incremento esperado de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte temporal de las proyecciones obedece a la subida de los precios internos debido a la holgura decreciente de la economía y de los mercados de trabajo y a la reducción gradual de la brecha de producción, así como a una intensificación de las presiones externas sobre los precios por el desfase en la transmisión de la última depreciación del euro a los precios de consumo y a las subidas previstas de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas.

Se estima que los efectos de base al alza de los precios de la energía y la última depreciación del euro contribuirán a un incremento de las tasas de inflación interanual desde finales de 2015. El

cambio de tendencia, de bajista a alcista, de las presiones externas sobre los precios constituye un factor esencial del repunte esperado de la inflación medida por el IAPC. Las caídas recientes de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas y los efectos retardados de la última apreciación del euro explican en gran medida los niveles muy reducidos de inflación actuales. La nueva y acusada bajada que han registrado recientemente los precios del petróleo intensificará la presión a la baja sobre la inflación, especialmente a corto plazo. Posteriormente, los efectos de base al alza y el incremento esperado de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas —así como los efectos de la última depreciación del euro— contribuirán a una subida de los precios de consumo durante el horizonte de las proyecciones.

Las presiones internas sobre los precios se intensificarán durante el horizonte temporal contemplado a medida que mejore la situación de los mercados de trabajo y se reduzca la holgura de la economía. Se espera que, a medida que la economía siga recuperándose y la demanda se fortalezca, el descenso de las tasas de desempleo y la mayor capacidad de fijación de precios de las empresas se reflejen en un repunte del crecimiento de los salarios y de los márgenes.

Diversos factores frenarán el repunte del crecimiento salarial durante la recuperación económica en curso. Estos incluyen el bajo nivel de inflación, la atonía que persistirá en los mercados laborales en los dos próximos años y un posible efecto de moderación del crecimiento de los salarios durante la actual recuperación derivado de las reformas estructurales de los mercados de trabajo introducidas durante la crisis a fin de incrementar la flexibilidad de esos mercados. Asimismo, los procesos de ajuste de la competitividad de costes iniciados en algunos países de la zona del euro seguirán frenando el crecimiento de los salarios en la zona del euro.

La moderación del crecimiento salarial y un fortalecimiento cíclico de la productividad influirán sobre el patrón de crecimiento de los costes laborales unitarios durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se prevé que en 2017 el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantenga en el 1,1 %, nivel similar al 1,2 % registrado en 2014. La aceleración cíclica de la productividad contemplada en las proyecciones, que se produce antes que la de los salarios, implica una caída temporal del crecimiento de los costes laborales unitarios en 2015 y 2016.

La recuperación económica prevista en las proyecciones contribuye a un incremento de los márgenes hasta 2017. Tras un período prolongado de debilidad en los últimos años, los márgenes volverán a crecer durante el horizonte temporal contemplado. La mayor capacidad de fijación de precios de las empresas debida al fortalecimiento de la demanda y a los beneficios extraordinarios relacionados con la reciente y acusada caída de los precios del petróleo elevará los márgenes durante el horizonte temporal de las proyecciones. No obstante, se espera que el aumento de la competencia relacionado con las reformas estructurales de los mercados de productos, aplicadas durante y después de la crisis, modere las perspectivas de los márgenes de beneficio.

En comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, como reflejo principalmente de la bajada de los precios del petróleo. La proyección de inflación medida por el IAPC para 2015 y 2016 se ha revisado a la baja, principalmente como consecuencia de una evolución más débil de la inflación del componente energético del IAPC dados los efectos a la baja de la trayectoria descendente de los precios del petróleo en dólares prevista, mitigados en parte por un ligero descenso del tipo de cambio del dólar frente al euro. En 2017, la revisión a la baja de la inflación medida por el IAPC refleja unas perspectivas de crecimiento del PIB algo más débiles y efectos indirectos retardados de la caída de los precios del petróleo sobre la inflación subyacente.

4. PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La orientación de la política fiscal, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, tendrá una contribución ligeramente positiva sobre la demanda durante el horizonte temporal contemplado. Aunque se estima que, en líneas generales, el impacto de las medidas discrecionales de política fiscal será neutral, factores no discrecionales, como una ligera disminución del porcentaje de las

principales bases impositivas macroeconómicas en el PIB en 2015 (efecto de composición del PIB) y un pequeño descenso de los ingresos no tributarios en 2016, contribuirán en alguna medida a la relajación fiscal.²

De acuerdo con las proyecciones, se reducirán los ratios de déficit y de deuda pública. La reducción del déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se debe íntegramente a la mejora cíclica de la economía de la zona del euro y a la disminución del gasto por intereses, mientras que el saldo primario estructural empeorará ligeramente durante el horizonte temporal contemplado. Se estima que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB comenzará a descender a partir de 2015.

En comparación con las proyecciones publicadas en junio, las perspectivas de las finanzas públicas han empeorado ligeramente. La pequeña revisión a la baja del saldo de las Administraciones Públicas se debe en parte a la relajación de las medidas de consolidación y en parte a una evolución algo menos favorable de algunas bases impositivas macroeconómicas. La revisión al alza más pronunciada de la ratio de deuda pública se debe asimismo a una revisión a la baja del crecimiento del PIB nominal.

² Los supuestos relativos a la política fiscal reflejan la información incluida en las leyes presupuestarias y los presupuestos complementarios para 2015, así como en los planes presupuestarios nacionales a medio plazo y en las actualizaciones de los programas de estabilidad disponibles a 21 de agosto de 2015, 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 se aprueben tras su tramitación legislativa.

Cuadro 1 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro¹⁾

(tasas de variación anuales)

	Septiembre 2015				Junio 2015			Revisiones desde junio de 2015 ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB real ³⁾	0,9	1,4 [1,3 - 1,5] ⁴⁾	1,7 [0,8 - 2,6] ⁴⁾	1,8 [0,6 - 3,0] ⁴⁾	1,5 [1,2 - 1,8] ⁴⁾	1,9 [0,8 - 3,0] ⁴⁾	2,0 [0,7 - 3,3] ⁴⁾	-0,1	-0,2	-0,1
Consumo privado	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9	1,6	1,6	-0,1	0,0	0,0
Consumo público	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0	0,1	-0,1
Formación bruta de capital fijo	1,3	2,1	3,4	3,9	1,9	3,5	3,9	0,2	-0,1	0,0
Exportaciones ⁵⁾	3,8	4,5	4,9	5,2	4,2	5,4	5,6	0,3	-0,5	-0,5
Importaciones ⁵⁾	4,2	4,7	5,4	5,7	4,8	5,8	5,9	-0,1	-0,3	-0,2
Desempleo	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-0,1	-0,2	-0,1
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,6	11,0	10,6	10,1	11,1	10,6	10,0	-0,1	0,1	0,2
IAPC	0,4	0,1 [0,0 - 0,2] ⁴⁾	1,1 [0,5 - 1,7] ⁴⁾	1,7 [0,9 - 2,5] ⁴⁾	0,3 [0,2 - 0,4] ⁴⁾	1,5 [0,9 - 2,1] ⁴⁾	1,8 [1,0 - 2,6] ⁴⁾	-0,2	-0,3	-0,1
IAPC excluida la energía	0,7	0,9	1,3	1,6	0,9	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,2
IAPC excluida la energía y los alimentos	0,8	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
IAPC excluida la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos ⁶⁾	0,7	0,9	1,4	1,6	0,8	1,4	1,7	0,1	0,0	-0,2
Costes laborales unitarios	1,2	1,0	0,6	1,1	0,8	0,7	1,3	0,2	-0,1	-0,2
Remuneración por asalariado	1,5	1,6	1,6	2,1	1,4	1,7	2,3	0,2	-0,1	-0,2
Productividad del trabajo	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,4	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-1,8	-1,5	-0,1	-0,1	-0,3
Saldo presupuestario estructural (% del PIB) ⁷⁾	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-0,1	-0,2	-0,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (% del PIB)	91,7	91,6	90,7	89,4	91,5	90,2	88,4	0,1	0,5	1,0
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	2,1	3,0	2,9	2,7	2,1	2,0	2,0	0,9	0,9	0,7

1) Datos relativos a la zona del euro incluida Lituania, excepto el dato del IAPC para 2014. Las tasas medias de variación anuales del IAPC para 2015 se basan en una composición de la zona del euro en 2014 que ya incluye a Lituania.

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. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «*New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*» (BCE, diciembre de 2009), que puede consultarse en el sitio web del BCE.

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

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 para la zona del euro, examinar la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a los precios del petróleo y los tipos de cambio y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esas variables.

1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Modelos alternativos de los precios del petróleo muestran que en 2017 esos precios serán algo más elevados de lo que indican los precios de los futuros. Los supuestos técnicos relativos a la evolución de los precios del petróleo que subyacen a las proyecciones de referencia, y que se basan en los mercados de futuros, prevén un aumento de dichos precios durante el horizonte temporal considerado (véase recuadro 2). Los modelos alternativos utilizados por los expertos del BCE¹ para predecir los precios del petróleo a lo largo del horizonte de proyección sugieren actualmente un incremento mayor del contemplado en los supuestos técnicos. Este incremento sería coherente con una recuperación más sólida de la demanda mundial de petróleo a medio plazo y con una ligera reducción de su oferta atribuible a una menor inversión en el sector petrolífero y, por tanto, a un descenso de la capacidad de explotación en algunos países, en respuesta a la reciente caída de los precios del petróleo. El impacto de esta trayectoria alternativa, en la que los precios del petróleo serían un 8,1 % más elevados que en el escenario de referencia para 2017, reduciría ligeramente el crecimiento del PIB real en 0,1 puntos porcentuales en 2017, y se traduciría en un aumento más rápido de la inflación medida por el IAPC, de unos 0,1 o 0,2 puntos porcentuales en 2016 y 2017.

En contraposición con el escenario técnico que se acaba de mencionar y que prevé precios del petróleo más altos que en el escenario de referencia, los precios del petróleo han disminuido desde la fecha de cierre de los datos utilizados en los supuestos técnicos, debido en parte a las turbulencias financieras observadas muy recientemente en algunas economías emergentes. Cuando los supuestos relativos a los precios del petróleo se actualizan sobre la base de la información disponible hasta el 1 de septiembre de 2015,² la trayectoria prevista de estos precios a lo largo del horizonte considerado es, en promedio, alrededor de un 6 % inferior a la contemplada en las proyecciones, lo que indicaría reducidos riesgos al alza para la proyección de crecimiento y riesgos a la baja para la proyección de inflación.

2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

Las tensiones observadas muy recientemente en los mercados financieros supusieron un nuevo fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro. Para ilustrar los riesgos que entrañan para las proyecciones, este análisis de sensibilidad incluye una trayectoria del euro, alternativa al escenario de referencia, que supone una apreciación adicional. La trayectoria se ha derivado del percentil 75 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 a 12 de agosto de 2015, e implica una apreciación gradual del euro frente al dólar, hasta un tipo de cambio de 1,21 en 2017, un 10,6 % por encima del que contempla el escenario de referencia para ese año. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar se deben a variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52 %. Esto se traduce en una divergencia gradual al alza del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia, hasta un 5,3 % por encima del escenario de referencia para 2017. En este escenario, los resultados de varios modelos macroeconómicos elaborados por los expertos apuntan a una reducción del crecimiento del PIB real, de entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales, y a un descenso de la inflación medida por el IAPC, de entre 0,1 y 0,5 puntos porcentuales en 2016 y 2017.

¹ Véase la combinación de cuatro modelos presentada en el artículo titulado «Forecasting the price of oil», Boletín Económico, n.º. 4, BCE, 2015.

2 Esta actualización se basa en la trayectoria implícita en los mercados de futuros en el período de dos semanas que finalizó el 1 de septiembre

Recuadro 4

EL IMPACTO DE UNA INTENSIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE A ESCALA MUNDIAL SOBRE LA ACTIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO

Como han demostrado de forma meridiana las tensiones que acaban de registrarse en los mercados financieros, las perspectivas mundiales siguen siendo vulnerables a distintos tipos de incertidumbre. En particular, como han puesto de manifiesto hechos recientes, las preocupaciones crecientes sobre las perspectivas de crecimiento de China y otras economías emergentes pueden traducirse muy rápidamente en súbitas turbulencias en los mercados financieros que podrían influir negativamente en las perspectivas para la zona del euro. En este recuadro se presenta, en un escenario alternativo, el impacto potencial de determinadas perturbaciones de alcance mundial sobre las perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

Una fuente de incertidumbre global está relacionada con el grado de desaceleración del crecimiento en China. Si bien el escenario de referencia prevé una desaceleración del crecimiento en China, una corrección adicional de los desequilibrios relacionados con la acumulación de deuda de este país podría originar un aumento de las tensiones financieras y una ralentización económica más acusada. En dicho escenario, la capacidad y la disposición de los bancos chinos a conceder crédito a la economía podrían verse seriamente dañadas, al deteriorarse con rapidez la calidad de sus activos. La negativa evolución observada en el mercado de la vivienda (consecuencia de las considerables exposiciones de las entidades de crédito a promotores inmobiliarios muy endeudados) podría ser el posible catalizador de ese descenso mayor de lo esperado en la provisión de crédito por parte de los bancos. Además, en China, los precios de las acciones podrían seguir cayendo, al reevaluar los inversores las primas de riesgo de las acciones. El deterioro de la calidad de los activos y el aumento de las primas de riesgo generarían una presión al alza sobre el rendimiento de los bonos soberanos, pues el Estado se vería obligado a proporcionar ayuda a gran escala al sector bancario. Como resultado, la inversión y –en menor medida– el consumo crecerían mucho más lentamente de lo previsto en el escenario de referencia actual. Ya que una desaceleración del crecimiento provocaría un aumento significativo del desempleo, se supone que las autoridades chinas intervendrían con determinación, adoptando medidas de estímulo monetario y fiscal y, tal vez, depreciando adicionalmente el renminbi, para evitar que el crecimiento siguiera cayendo. En general, en este escenario se supone que, en China, el crecimiento en 2016 y 2017 es un punto porcentual más bajo que el previsto en el escenario de referencia.

Una segunda fuente de incertidumbre a escala mundial está relacionada con la trayectoria de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Las expectativas de mercado sobre los tipos de interés a corto plazo de Estados Unidos, que se utilizan como supuesto técnico en las proyecciones, apuntan actualmente a una subida muy gradual de estos tipos, hasta alcanzar apenas el 1,6 % a finales de 2017. No obstante, si los tipos de interés de Estados Unidos siguieran la proyección mediana de los tipos de interés realizada por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, aumentarían con más rapidez de lo anticipado por los mercados. Además, pese a la normalización esperada de la política monetaria, la prima por plazo continúa estando próxima a sus mínimos históricos. Si se incrementara la incertidumbre global, que se sumaría a la incertidumbre en torno a la política monetaria futura de Estados Unidos, existiría el riesgo de que se produjera un brusco ajuste al alza en la prima por plazo estadounidense. Para recoger lo anterior, en este escenario se supone un aumento de 130 puntos básicos en la prima por plazo de Estados Unidos, que se transmite a los tipos de interés a largo plazo. Al mismo tiempo, el incremento de los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos también haría subir tipos de interés a largo plazo de otras principales economías avanzadas.

Es probable que el crecimiento de otras economías emergentes se vea afectado negativamente por estas perturbaciones. Rusia atraviesa una profunda recesión y se prevé que la reducción de los ingresos derivados del petróleo se traduzca en una acusada caída del gasto público. En Brasil, las perspectivas se

han deteriorado significativamente en un entorno de aumento de la inflación. En China, una desaceleración más pronunciada podría entrañar considerables riesgos a la baja para las perspectivas, sobre todo para los exportadores de materias primas. Los datos recientes apuntan a un nuevo descenso de los flujos de capital hacia las economías emergentes, similar al observado a mediados de 2013 cuando la Reserva Federal anunció una posible reducción anticipada de sus compras de bonos (lo que se conoce como episodio de «taper tantrum»). Estos cambios de sentido observados en los flujos de capital hacia las economías emergentes señalan una intensificación de la incertidumbre a escala mundial y la pérdida de confianza de los inversores en las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. En este contexto, nuevas sorpresas negativas en relación con las perspectivas de crecimiento de China y una subida inesperada de los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos podrían incrementar las salidas de capital de las economías emergentes, endurecer las condiciones de financiación y, por tanto, reducir el crecimiento en esos países. En este escenario, el impacto de un aumento de la incertidumbre macroeconómica mundial sobre la actividad de las economías emergentes se recoge mediante una perturbación de dos desviaciones típicas en la volatilidad implícita del precio de las opciones del índice S&P 500 (VIX), que afecta negativamente a la demanda interna de estas economías.

El incremento de la incertidumbre a escala mundial puede afectar a la economía de la zona del euro a través de los vínculos comerciales y financieros. La intensificación de la incertidumbre a escala mundial reduciría la demanda en Estados Unidos (a través de unos tipos de interés a largo plazo más elevados), y en otras principales economías avanzadas y emergentes, lo que afectaría al crecimiento mundial y de la zona del euro a través del comercio, como consecuencia de un descenso de la demanda exterior de la zona del euro. Además, se producirían contagios financieros adversos en los tipos de interés a largo plazo tanto globales como en la zona del euro, incrementándose así los costes de financiación de empresas, hogares y Estados. Por lo que se refiere al tipo de cambio efectivo del euro, una subida de los tipos de interés en Estados Unidos podría apreciar al dólar frente al euro. Al mismo tiempo, la volatilidad de los mercados financieros en las economías emergentes podría dar lugar a una apreciación del euro frente a las monedas de dichas economías.

Se estima que un aumento de la incertidumbre mundial, que incluye las tres fuentes descritas anteriormente, reduciría en 2016 el crecimiento de la zona del euro entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales por debajo del crecimiento previsto en el escenario de referencia. El crecimiento más débil de PIB real en la zona del euro procede en parte de un descenso de la demanda exterior, atribuible a una evolución muy moderada de la actividad en Estados Unidos y otras economías avanzadas, así como en China y otras economías emergentes. Además, los contagios financieros adversos (reflejados en unos tipos de interés a largo plazo más elevados) también afectan negativamente a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro.

Si bien el impacto en la zona del euro es modesto en el escenario que se describe aquí, conviene hacer algunas matizaciones. Por ejemplo, no se tienen en cuenta los canales relativos a la confianza de hogares y empresas. Además, otros precios de activos, incluidos los mercados bursátiles, pueden estar sujetos a mayores efectos de contagio y correcciones a la baja que los recogidos endógenamente en los modelos. Por otra parte, los modelos utilizados son lineales, mientras que las fuertes correcciones negativas en los mercados financieros pueden implicar movimientos no lineales en las variables, que pueden dar lugar a impactos más significativos. Por último, las simulaciones no toman plenamente en consideración los efectos del tipo de cambio o los efectos adversos sobre los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, las perturbaciones negativas para la economía de la zona del euro podrían amortiguarse si se adoptaran medidas que las contrarrestaran en las economías emergentes o si el endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos se pospusiera debido a los adversos efectos de contagio derivados del aumento de la debilidad en las economías emergentes.

Recuadro 5

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

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		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Septiembre 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
		[1,3 - 1,5]	[0,8 - 2,6]	[0,6 - 3,0]	[0,0 - 0,2]	[0,5 - 1,7]	[0,9 - 2,5]
Comisión Europea	Mayo 2015	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Barómetro de la Zona del Euro	Agosto 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,2	1,6
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2015	1,5	1,8	1,6	0,2	1,3	1,5
Encuesta a expertos en previsión económica	Agosto 2015	1,4	1,8	1,8	0,2	1,3	1,6
FMI	Julio 2015	1,5	1,7	-	0,1	1,0	-

Fuentes: Previsión Económica Europea de primavera de 2015, Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, actualización de julio de 2015 (PIB); Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, abril de 2015; Consensus Economic Forecasts; MJEconomics; y encuesta a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE 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, 2015

Dirección: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

<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.