



BANCO CENTRAL EUROPEO

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

A partir de los datos disponibles hasta el 17 de mayo de 2004, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el 1,4% y el 2% en el 2004, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2005. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) proyectada se sitúa entre el 1,9% y el 2,3% en el 2004 y entre el 1,1% y el 2,3% en el 2005.

Las proyecciones elaboradas por los expertos se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo, el comercio internacional excluida la zona del euro y las políticas fiscales. En concreto, se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en el período abarcado por las proyecciones. Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados². Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada país de la zona del euro y sólo incluyen las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas y que es probable que se aprueben tras su tramitación legislativa.

Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas por los bancos centrales de la zona del euro en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces superior al valor absoluto medio de estas diferencias.

¹ *Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises (BCE, junio del 2001), se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados.*

² *Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el Euribor a tres meses, se mantendrán sin variación en un nivel ligeramente superior al 2% durante el horizonte de proyección considerado. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,19 a lo largo del horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 0,9% superior a la media del 2003. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 4,3% de media para el 2004, hasta el 4,4% en el 2005. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo disminuirán hasta situarse en 31,8 dólares estadounidenses por barril en el 2005, desde los 34,6 estimados para el 2004. Se considera que los precios de las materias primas no energéticas aumentarán un 18% en dólares estadounidenses en el 2004 y que, a grandes rasgos, no variarán en el 2005.*

Entorno internacional

La recuperación de la actividad económica mundial se ha generalizado e intensificado desde el otoño del 2003, sustentada, en parte, en políticas económicas expansivas y en las favorables condiciones de financiación, así como en la mejora de la situación financiera del sector empresarial. Partiendo del supuesto de disminución gradual de los precios del petróleo y de primas de riesgo moderadas en los mercados financieros, conforme a los supuestos anteriormente mencionados, se estima que la recuperación seguirá siendo intensa durante el período que abarcan las proyecciones.

Se espera que Estados Unidos y Asia, excluido Japón, continúen siendo los países que en mayor medida contribuyan al crecimiento mundial. En Estados Unidos, el crecimiento obedecería a un repunte de la inversión, respaldado al mismo tiempo por un consumo privado robusto, en vista de la mejora continuada del mercado de trabajo. El crecimiento del PIB en Asia, excluido Japón, se mantendría intenso, como reflejo de la dinámica del crecimiento interno. En lo referente a otras regiones, el panorama es más variado, si bien es previsible que la fuerte demanda de Estados Unidos y de Asia, excluido Japón, impulse la actividad económica en la mayoría de ellas. La economía japonesa proseguiría la actual senda de recuperación, y la demanda interna se beneficiaría de la aplicación de las reformas estructurales en curso y de la relajación de las presiones deflacionistas. Se espera que el dinamismo del crecimiento del PIB real del Reino Unido persista durante el período proyectado. Por otro lado, respecto de los países que se adhirieron a la UE el 1 de mayo de 2004 y de las economías en transición, las proyecciones indican que el ritmo de crecimiento continuará siendo relativamente intenso. En conjunto, se proyecta que el *crecimiento del PIB real fuera de la zona del euro* aumente hasta situarse en torno al 5% tanto en el 2004 como en el 2005, desde el 4,5% registrado en el 2003.

Se parte del supuesto de que el crecimiento del comercio internacional seguirá una trayectoria en consonancia con la del PIB real mundial. El crecimiento estimado de los *mercados de exportación exteriores de la zona del euro* se incrementará desde la tasa ligeramente inferior al 6% registrada en el 2003, hasta aproximadamente el 8% en el 2004 y en el 2005.

Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

Las proyecciones indican que, tras el aumento registrado en el primer trimestre de este año, las tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantendrán relativamente elevadas a lo largo del horizonte considerado, aunque es posible que el patrón de crecimiento intertrimestral experimente cierta volatilidad en el 2004. La tasa media de crecimiento anual del PIB real se incrementaría hasta situarse entre el 1,4% y el 2% en el 2004, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2005. El fortalecimiento considerado de la demanda externa de la zona del euro daría lugar a un repunte del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, a pesar de la ligera pérdida de cuota de mercado originada por la pasada apreciación del euro. Asimismo, se espera que la recuperación se generalice aún más durante el horizonte abarcado por las proyecciones, y que el crecimiento de la inversión y del consumo privado sea más intenso. No se proyecta que la contribución positiva de la inversión en existencias y de las exportaciones netas al crecimiento del PIB real sea significativa.

En consonancia con la evolución cíclica normal, se proyecta que el *empleo total* se recupere lentamente en el 2004 y que vaya cobrando dinamismo en el 2005. Es previsible que la oferta de trabajo aumente a medida que la mejora de las perspectivas de empleo eleve las tasas de actividad. Las proyecciones para la oferta de trabajo y el empleo indican que la tasa de paro comenzará a disminuir a finales del horizonte temporal contemplado.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda interna del PIB, las proyecciones reflejan que el crecimiento medio anual del *consumo privado* se situará entre el 1% y el 1,4% en el 2004, tras el estancamiento experimentado durante la mayor parte del 2003, y que aumentará hasta tasas comprendidas entre el 1,4% y el 2,6% en el 2005. La evolución del gasto de consumo sería, en términos generales, acorde con la de la renta real disponible de los hogares. Se proyecta que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga prácticamente constante durante estos dos años. Es probable que la preocupación en cuanto a la evolución de las finanzas públicas y, en especial, la relativa a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones, siga conteniendo el descenso de la tasa de ahorro en el horizonte de proyección considerado. No obstante, se espera que la confianza de los consumidores se refuerce gradualmente, a medida que la actividad económica repunte y mejoren las condiciones de los mercados de trabajo, lo cual favorecería la reducción del ahorro por motivos de precaución. Las proyecciones indican que el crecimiento de la renta real disponible de los hogares continuará siendo relativamente moderado en el 2004, como consecuencia de la debilidad del crecimiento del empleo, mientras que en el 2005 debería verse respaldado por un mayor crecimiento del empleo y por unos salarios reales más elevados, favorecidos por el descenso de la inflación. La incidencia positiva sobre la renta real disponible de los hogares de las rebajas del impuesto sobre la renta y de las cotizaciones sociales efectuadas en el 2004 se verá en gran medida contrarrestada por las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, incluidos los gastos de atención sanitaria. Por último, atendiendo a los actuales planes presupuestarios, se considera que la aportación del *consumo público* al crecimiento del PIB real disminuirá en el horizonte temporal proyectado.

La *inversión total en capital fijo* recuperó tasas de crecimiento intertrimestrales positivas en el último trimestre del 2003 y, de acuerdo con las proyecciones, contribuirá a la recuperación de la demanda interna de la zona del euro en el período contemplado. La tasa de crecimiento anual estimada se incrementará hasta un valor comprendido entre el 0,7% y el 2,9% en el 2004, y entre el 1,9% y el 5,1% en el 2005. La recuperación de la inversión total sería principalmente atribuible a la *inversión privada*, propiciada por la mejora del entorno económico mundial y el bajo nivel de los tipos de interés reales. La *inversión privada en vivienda* registraría tasas de crecimiento moderadamente positivas durante el período que abarcan las proyecciones, tras el descenso experimentado durante varios años.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales, se proyecta un aumento de la tasa media de variación anual de las exportaciones comprendida entre el 3,2% y el 6% en el 2004, y entre el 5% y el 8,2% en el 2005³. Inicialmente, el crecimiento de las exportaciones a países fuera de la zona del euro se mantendría ligeramente por debajo del de los mercados de exportación de la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la pasada apreciación del euro. La tasa media de variación anual de las importaciones totales se situaría entre el 2,8% y el 6,2% en el 2004, y entre el 5% y el 8,4% en el 2005. Las proyecciones relativas a las importaciones reflejan la

³ Las proyecciones referidas al comercio resultan acordes con los datos de las cuentas nacionales y, por tanto, incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

trayectoria del gasto total final de la zona del euro, además del efecto retardado levemente alcista de la pasada apreciación del euro.

Proyecciones sobre precios y costes

Conforme a las proyecciones, la tasa media de variación del *Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)* se situará entre el 1,9% y el 2,3% en el 2004 y entre el 1,1% y el 2,3% en el 2005. Sobre la base de los supuestos relativos a los precios del petróleo anteriormente mencionados, se proyecta que el componente energético realice una contribución significativa de signo positivo a la inflación, medida por el IAPC, en el 2004, si bien resultará prácticamente neutra en el 2005. La subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados efectuada en los primeros meses del 2004 incrementará considerablemente el componente no energético del IAPC este año. En el 2005, la tasa de variación del componente no energético disminuiría, como reflejo de la relajación de las presiones generadas por los costes internos y del ligero aumento de los precios de importación. Por otro lado, los supuestos adoptados en materia fiscal indican que la contribución de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados sólo será modesta en el 2005.

Los precios de importación continuaron disminuyendo en el curso del 2003, debido a la apreciación del euro observada desde la primavera del 2002 y a la debilidad de las presiones inflacionistas externas. Las proyecciones señalan que los precios de importación evolucionarán de forma moderada en el 2004, ya que la repercusión retardada de la pasada apreciación del euro contrarresta los efectos del incremento de los precios del petróleo. Los precios de importación sólo se elevarían ligeramente durante el 2005.

Tomando en consideración los actuales acuerdos salariales y la leve mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, se parte del supuesto de que el crecimiento nominal de la remuneración por asalariado no experimentará prácticamente variación durante el período temporal considerado. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo aumentará a lo largo del horizonte proyectado, registrando tasas cercanas a su nivel medio a largo plazo en los primeros meses del 2005. Por tanto, *el crecimiento de los costes laborales unitarios* se reduciría tanto en el 2004 como en el 2005, y esta reducción vendría acompañada de una moderada ampliación de los *márgenes de beneficios* que, a su vez, estimularía la inversión.

Cuadro: Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales¹⁾)

	2003	2004	2005
IAPC	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
PIB real	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
Consumo privado	1,0	1,0 – 1,4	1,4 – 2,6
Consumo público	2,0	0,9 – 1,9	0,4 – 1,4
Formación bruta de capital fijo	-0,8	0,7 – 2,9	1,9 – 5,1
Exportaciones (bienes y servicios)	-0,2	3,2 – 6,0	5,0 – 8,2
Importaciones (bienes y servicios)	1,7	2,8 – 6,2	5,0 – 8,4

Para cada variable y horizonte temporal considerado, los intervalos se basan en la diferencia absoluta media entre las cifras observadas y las proyecciones formuladas con anterioridad por los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Las proyecciones sobre el PIB real y sus componentes se basan en datos corregidos por el número de días laborables. Las proyecciones referentes a importaciones y exportaciones incluyen el comercio interno de la zona del euro.

Recuadro A

Comparación con las proyecciones de diciembre del 2003

Las proyecciones relativas al crecimiento del PIB de la zona del euro no han experimentado prácticamente variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el *Boletín Mensual* de diciembre del 2003. La pequeña corrección a la baja del intervalo proyectado para el 2005 es consecuencia de las modificaciones del patrón de crecimiento intertrimestral para el 2004, que reducen de forma mecánica la tasa media de crecimiento anual para el 2005.

La revisión al alza del límite inferior del intervalo proyectado para la tasa de variación anual del IAPC correspondiente al 2004 se explica en gran medida por la variación al alza de los supuestos sobre los precios del petróleo, más elevados tanto para el 2004 como para el 2005 (aproximadamente un 30% y un 20%, respectivamente). La incidencia de los precios del petróleo sobre las proyecciones de inflación de la zona del euro medida por el IAPC se ve, sin embargo, atenuada por diversos factores. En primer lugar, el componente de precios de los alimentos del IAPC se ha corregido a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre del 2003, ya que la duración de los efectos de las condiciones meteorológicas en el aumento de los precios de los alimentos en el 2003 fue menor de la esperada. En segundo lugar, la subida del impuesto sobre las labores del tabaco efectuada en los primeros meses del 2004 fue algo inferior a la prevista en los supuestos sobre materia fiscal que subyacen a las proyecciones de diciembre del 2003. Por último, los supuestos relativos al crecimiento nominal de la remuneración por asalariado se han revisado ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre del 2003, lo que se traduce asimismo en una pequeña corrección a la baja del crecimiento de los costes laborales unitarios para el 2004.

Comparación de las proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)

	2003	2004	2005
IAPC – Junio 2004	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
IAPC – Diciembre 2003	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
PIB real – Junio 2004	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7
PIB real – Diciembre 2003	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

Recuadro B

Previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden y los métodos empleados para derivar los supuestos adoptados sobre las variables fiscales y financieras y el entorno exterior difieren. *Consensus Economics Forecasts* y la encuesta del BCE a expertos en previsión macroeconómica utilizan diversos supuestos no especificados. A diferencia de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, las demás previsiones no están normalmente condicionadas por el supuesto de invariabilidad de los tipos de interés a corto plazo a lo largo del horizonte temporal contemplado.

Pese a los diferentes supuestos en que se basan, las previsiones realizadas por otras instituciones, de que se dispone actualmente, coinciden en señalar que se producirá una recuperación gradual de la actividad económica de la zona del euro, que se traducirá en un crecimiento medio anual del PIB ligeramente superior al 1,5% en el 2004, y entre el 2% y el 2,5% en el 2005. Las previsiones realizadas para el 2004 son muy similares, mientras que difieren para el 2005. Las previsiones de la Comisión Europea, de la OCDE y del FMI prevén un crecimiento anual del PIB del 2,3% o del 2,4% en el 2005, mientras que las de *Consensus Economics Forecasts* y las de la encuesta a expertos en previsión macroeconómica sitúan la tasa de crecimiento anual del PIB en el 2% y el 2,1%, respectivamente.

Cuadro 1: Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2003	2004	2005
Comisión Europea	Abr. 2004	0,4	1,7	2,3
FMI	Abr. 2004	0,4	1,7	2,3
OCDE	Abr. 2004	0,5	1,6	2,4
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	Abr. 2004	0,4	1,6	2,0
Encuesta a expertos en previsión macroeconómica	Abr. 2004	0,5	1,6	2,1

Fuentes: Previsiones macroeconómicas de primavera del 2004 de la Comisión Europea; *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI*, abril del 2004; *Economic Outlook de la OCDE n° 75*; *Consensus Economic Forecasts* y encuesta del BCE a expertos en previsión macroeconómica.

Nota: En las previsiones de la Comisión Europea figuran tasas de crecimiento anuales no corregidas por el número de días laborables, que en el 2004 se situarán en torno a un cuarto de punto porcentual por encima de las tasas de crecimiento corregidas por el número de días laborables utilizadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema, debido a que este año el número de días laborables es superior. En las previsiones de la OCDE figuran tasas de crecimiento anuales corregidas por el número de días laborables, mientras que las demás previsiones no especifican si los datos están corregidos por el número de días laborables.

Las previsiones señalan una reducción de la tasa de inflación anual medida por el IAPC, situándola entre el 1,7% y el 1,8% en el 2004, y en el 1,6% en el 2005, excepto la encuesta a expertos en previsión macroeconómica y las previsiones de la OCDE, que sitúan la tasa de inflación para el año próximo en el 1,8 y el 1,4%, respectivamente.

Cuadro 2: Comparación entre previsiones de inflación de la zona del euro medida por el IAPC

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2003	2004	2005
Comisión Europea	Abr. 2004	2,1	1,8	1,6
FMI	Abr. 2004	2,1	1,7	1,6
OCDE	Abr. 2004	2,1	1,7	1,4
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	Abr. 2004	2,1	1,7	1,6
Encuesta a expertos en previsión macroeconómica	Abr. 2004	2,1	1,8	1,8

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2004 de la Comisión Europea; *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI*, abril del 2004; *Economic Outlook de la OCDE n° 75*; *Consensus Economic Forecasts* y encuesta del BCE a expertos en previsión macroeconómica.