



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

## Recuadro

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de febrero de 2007, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. El crecimiento medio anual del PIB real proyectado se situará entre el 2,1% y el 2,9% en el 2007, y entre el 1,9% y el 2,9% en el 2008. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) estimada se situará entre el 1,5% y el 2,1% en el 2007 y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2008.

#### Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 13 de febrero de 2007. Por lo que se refiere a los tipos de interés a corto plazo medidos por el EURIBOR a tres meses, las expectativas de los mercados se basan en los tipos a plazo implícitos en la curva de rendimiento en la fecha de cierre de los datos<sup>2</sup>. Esto implica un aumento desde del 3,8% registrado a mediados de febrero, hasta niveles medios del 4,2% en el 2007 y del 4,3% en el 2008. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se traducen en un perfil plano en torno al nivel del 4,1% de mediados de febrero, situándose, en promedio, en el 4,2% tanto en el 2007 como en el 2008. 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 estima que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 59,9 dólares estadounidenses por barril en el 2007 y en 63,4 en el 2008. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 14,5% en dólares estadounidenses en el 2007, y en un 5,0% en el 2008.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,30, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 1,7% superior a la media del 2006.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas y muy probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

#### Supuestos relativos al entorno internacional

Se espera que el entorno exterior de la zona del euro continúe siendo favorable durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. Si bien el crecimiento del PIB real en Estados Unidos estimado será algo menor que en los últimos años, se espera que el crecimiento del PIB real de las economías emergentes de Asia se mantenga muy por encima de la media mundial; asimismo, es previsible que en la mayor parte de las grandes economías el ritmo de crecimiento siga siendo dinámico.

En conjunto, el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro proyectado se situará, en promedio, en torno al 5,1% en el 2007 y al 5,0% en el 2008. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría alrededor del 5,5% en el 2007 y del 6,9% en el 2008.

<sup>1</sup> Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises*» (BCE, junio del 2001). 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 en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias.

<sup>2</sup> Este recuadro incluye una nota metodológica sobre las posibles diferencias existentes entre los supuestos sobre tipos de interés a corto plazo basados en el mercado utilizados en las proyecciones y los tipos de los futuros sobre el EURIBOR.

### Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

Tras el crecimiento excepcionalmente intenso registrado por el PIB real de la zona del euro en el 2006, que incorpora la primera estimación de Eurostat, que indica una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,9% en el cuarto trimestre del año, se proyecta que el PIB registre unas tasas de crecimiento, en términos intertrimestrales, en torno al 0,6% durante el horizonte temporal considerado. En este contexto, el crecimiento del PIB real se situaría, en promedio, en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,9% en el 2007, y entre el 1,9% y el 2,9% en el 2008. Entre los factores determinantes, se espera que, pese a ligera pérdida de competitividad, el crecimiento de las exportaciones continúe impulsando la actividad económica, ya que, conforme a los supuestos, la demanda externa seguirá creciendo a un ritmo robusto. Es previsible que el crecimiento del consumo privado aumente en consonancia con la renta real disponible, la cual se beneficiaría, en particular, de la mejora de los mercados de trabajo. De acuerdo con las proyecciones, la inversión total en capital fijo mantendrá un ritmo de crecimiento robusto, en un contexto en el que persisten unas condiciones de financiación favorables, unos beneficios elevados y unas perspectivas de demanda favorables.

### Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)<sup>1), 2)</sup>

	2006	2007	2008
IAPC	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
PIB real	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Consumo privado	2,0	1,8-2,4	1,6-3,0
Consumo público	2,3	0,8-1,8	1,0-2,0
Formación bruta de capital fijo	4,9	2,4-5,0	1,9-5,1
Exportaciones (bienes y servicios)	8,3	4,7-7,7	4,1-7,3
Importaciones (bienes y servicios)	7,9	3,7-7,1	4,2-7,6

1) Para cada variable y horizonte temporal considerado, el intervalo se basa 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 ajustados por días laborables. Las proyecciones referidas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Desde el 2007, las proyecciones para la zona del euro incluyen a Eslovenia. La tasa de variación anual para el 2007 se basa en una composición de la zona del euro que incluye ya a Eslovenia en el 2006. La participación de Eslovenia en el PIB de la zona del euro es de, aproximadamente, el 0,3%.

### Proyecciones sobre precios y costes

Las proyecciones apuntan que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,1% en el 2007, y entre el 1,4% y el 2,6% en el 2008. En consonancia con los supuestos sobre los precios del petróleo, obtenidos a partir de los actuales precios de los futuros sobre el petróleo, se espera que la contribución del incremento de los precios energéticos y de las materias primas no petrolíferas sea relativamente reducida. Al mismo tiempo, las proyecciones se basan en la expectativa de que el crecimiento salarial aumentará algo durante el horizonte contemplado. Dado que el crecimiento de la productividad proyectado se mantendrá en niveles prácticamente estables, el crecimiento de los costes laborales unitarios aumentaría durante el período considerado. Un factor muy importante que incidirá en la evolución de la inflación medida por el IAPC en el 2007 será el incremento de los impuestos indirectos (una contribución agregada de la zona del euro de 0,5 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC). Sin embargo, las proyecciones no consideran que se producirán efectos asociados a los impuestos indirectos en el 2008. Por último, las proyecciones relativas al IAPC se basan en expectativas de un crecimiento de los márgenes de beneficio aún sostenidos, pero ligeramente a la baja.

### Comparación con las proyecciones de diciembre del 2006

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre del 2006, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real se han ajustado ligeramente al alza tanto para el 2007 como para el 2008, reflejando principalmente la evolución positiva del PIB en la segunda mitad del 2006 y unos precios de la energía inferiores a lo anteriormente previsto.

El nuevo intervalo proyectado para la tasa de variación anual del IAPC en el 2007 se encuentra dentro de los valores inferiores del intervalo indicado en las proyecciones de diciembre del 2006, como reflejo principalmente del supuesto de una reducción de los precios de la energía. El intervalo proyectado para el 2008 se ha corregido al alza, como consecuencia del supuesto de un ligero aumento de las presiones salariales con respecto a las proyecciones de diciembre del 2006.

### Cuadro B Comparación con las proyecciones de diciembre del 2006

(tasas medias de variación anuales)

	2006	2007	2008
PIB real – Diciembre 2006	2,5-2,9	1,7-2,7	1,8-2,8
PIB real – Marzo 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
IAPC – Diciembre 2006	2,1-2,3	1,5-2,5	1,3-2,5
IAPC – Marzo 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6

### Nota metodológica sobre los supuestos relativos a los tipos de interés a corto plazo utilizados en las proyecciones

Los supuestos sobre los tipos de interés a corto plazo basados en los mercados, utilizados tanto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema como del BCE, corresponden a los tipos de interés a plazo a tres meses calculados a partir de una curva de tipos cupón cero estimada utilizando el método Nelson-Siegel-Svensson, comúnmente empleado por los bancos centrales para estimar las curvas de rendimiento<sup>3</sup>.

Estos supuestos sobre los tipos de interés pueden, por tanto, presentar ciertas discrepancias con respecto a los tipos de los futuros sobre el EURIBOR, que los participantes en el mercado suelen usar como indicadores de los tipos de interés a corto plazo futuros. El BCE ha optado por utilizar los tipos a plazo porque los contratos de futuros sobre el EURIBOR sólo son líquidos hasta un horizonte temporal de tres años y las simulaciones de algunos modelos requieren completar el horizonte temporal de la evolución de los tipos de interés a corto plazo hasta los diez años. Asimismo, para realizar un cálculo coherente de los supuestos relativos a los tipos de interés a corto y largo plazo empleados en las proyecciones, se requiere la totalidad de la curva de rendimiento con un vencimiento de hasta diez años.

Las diferencias entre los tipos a plazo y los futuros se deben principalmente a las distintas reglas de cotización que rigen los tipos de los futuros sobre el EURIBOR y los tipos *swaps* de cupón cero de Reuters, que se utilizan como datos para ajustar una curva de *swaps* de la zona del euro utilizando el método Nelson-Siegel-Svensson. Las diferencias están relacionadas, sobre todo, con los días considerados en el cálculo y con la utilización de un tipo de interés simple o compuesto.

Por lo que se refiere a este último punto, los tipos de interés relativos a un período inferior al año (por ejemplo, los tipos de interés a plazo a tres meses) se suelen expresar en términos anuales y, por tanto, han de anualizarse. El cálculo de los tipos a plazo utilizados por el BCE se realiza con tipos de interés compuestos, lo que significa que

<sup>3</sup> Véase «Zero-coupon yield curves: technical documentation» Paper No 25, 2005, publicado por el Banco de Pagos Internacionales.

tienen en cuenta el «interés sobre el interés». Por el contrario, los tipos EURIBOR cotizan como tipos de interés simples, y estos son más bajos (inferiores en, aproximadamente, 5 puntos básicos a los niveles actuales de los tipos de interés) que los tipos de interés compuesto comparables.

Otra regla importante sobre los tipos de interés es la relativa a la duración del año. Los tipos *swap* de cupón cero proporcionados por Reuters cotizan considerando los días reales, lo cual significa que se anualiza un período de tiempo dado, considerando que un año tiene 365 días, o 366 si es bisiesto. Los tipos EURIBOR, por el contrario, cotizan considerando un año de 360 días. En consecuencia, estos tipos resultan ligeramente inferiores (actualmente, en torno a 6 puntos básicos) a los tipos cupón cero comparables.

En conjunto, la diferencia de las reglas de cotización eleva actualmente en torno a 10 puntos básicos los tipos de interés utilizados como supuestos en las proyecciones con respecto a los tipos de los futuros sobre el EURIBOR. En este contexto, resulta importante subrayar, una vez más, que los supuestos sobre los tipos de interés se calculan de forma mecánica a partir de la curva de rendimiento y no incorporan ningún factor basado en juicios.

© Banco Central Europeo, 2007

Dirección: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemania

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

Teléfono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

Internet: <http://www.ecb.int>

Todos los derechos reservados.

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