



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 22 de agosto de 2008, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008 y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008 y entre el 2,3% y el 2,9% en el 2009.

#### 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 sobre los tipos de interés y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en los futuros de mercado, considerados hasta el 14 de agosto de 2008<sup>2</sup>. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el EURIBOR a tres meses, y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros<sup>3</sup>. Esta metodología implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 4,8% en el 2008 y del 4,5% en el 2009. 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 nivel medio del 4,5% en el 2008 y del 4,6% en el 2009. El escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el período considerado en las mismas, los diferenciales de los préstamos bancarios continuarán siendo amplios, como reflejo de la persistencia de la elevada percepción del riesgo en los mercados financieros. 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 del petróleo se situarán, en promedio, en 115,1 dólares estadounidenses por barril en el 2008, y en 120,8 en el 2009. Se considera que los precios internacionales de los alimentos, en dólares estadounidenses, se incrementarán un 42,8% en el 2008 y un 6,9% en el 2009. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias) aumentarían previsiblemente un 10,6% en el 2008 y un -1,8% en el 2009.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán sin variación 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 situaría en 1,53 en el 2008 y en 1,52 en el 2009, y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 6,1% superior a la media del 2007 y en el 2009 un 0,2% inferior a la media del 2008.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro, a fecha de 21 de agosto de 2008, 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.

<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 a las proyecciones, para cada variable se presentan intervalos que, a partir de la presente publicación, corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta nueva técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges», que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

<sup>2</sup> Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del 2009. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta mediados del 2009 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

<sup>3</sup> A partir de las presentes proyecciones, las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros del EURIBOR. El antiguo método, basado en los tipos a plazo implícitos, se había ido desviando de forma creciente de los futuros del EURIBOR a plazos cortos desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto del 2007 y, en consecuencia, se percibió que había perdido representatividad en cuanto a las expectativas de los mercados para la trayectoria futura de los tipos de interés medidos por el EURIBOR a tres meses. Las diferencias entre el método antiguo y el nuevo se detallan en la nota metodológica del recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» del Boletín Mensual de marzo del 2007.

### Supuestos relativos al entorno internacional

Tras un primer semestre relativamente estable, se espera que el crecimiento de la actividad económica mundial se debilite en el segundo semestre del 2008, debido en gran medida a la incidencia retardada de los elevados precios de las materias primas y a las expectativas de falta de dinamismo del crecimiento en Estados Unidos, con sus consiguientes efectos indirectos sobre otras economías, en particular sobre las avanzadas. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones, se estima que el crecimiento de los mercados emergentes continuará viéndose favorecido por la fortaleza de la demanda interna. Se proyecta que, desde el inicio del 2009, tanto el crecimiento económico mundial como la demanda externa de la zona del euro se recuperen de forma gradual. En conjunto, las proyecciones indican que el crecimiento anual del PIB real mundial excluyendo la zona del euro, tras haber alcanzado el 5,1% en el 2007, se reducirá hasta el 4,1% en el 2008 y el 3,7% en el 2009. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se moderará desde el 6,4% registrado en el 2007 hasta el 5,2% en el 2008, recuperándose hasta alcanzar el 5,7% en el 2009.

### Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

En el contexto de debilitamiento de la actividad externa, de fortaleza del tipo de cambio del euro y de continuación del elevado nivel de los precios de las materias primas, se espera que el crecimiento anual del PIB real de la zona del euro se reduzca en el 2008, tras dos años de tasas superiores a su potencial. Por tanto, el crecimiento anual del PIB real, tras haber alcanzado el 2,6% en el 2007, se situaría, en promedio, entre el 1,1% y el 1,7% en el 2008 y entre el 0,6% y el 1,8% en el 2009. La ralentización esperada en el periodo que abarcan las proyecciones refleja el menor crecimiento tanto de las exportaciones como de la demanda interna. Se proyecta que el estancamiento del empleo, el encarecimiento de las materias primas y los efectos adversos de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda afecten al consumo privado. Cabe esperar que el aumento de los costes de financiación, la reducción de los márgenes de beneficios, la debilidad de la demanda y la situación del mercado de la vivienda en algunos países moderen de forma sustancial el dinamismo de la inversión. Durante el 2009, el repunte proyectado del crecimiento del PIB se ve respaldado por el supuesto de que el incremento de los precios de las materias primas será menor y de que el entorno exterior se volverá más favorable.

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

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

	2007	2008	2009
IAPC	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
PIB real	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
Consumo privado	1,6	0,5-0,9	0,6-1,6
Consumo público	2,3	1,5-1,9	1,3-1,9
Formación bruta de capital fijo	4,4	0,9-2,3	-0,7-2,1
Exportaciones (bienes y servicios)	6,1	2,9-4,5	2,4-4,6
Importaciones (bienes y servicios)	5,4	2,4-3,8	2,0-5,0

1) Las proyecciones relativas al PIB real y a sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) En los intervalos referidos al 2009, las proyecciones incluyen a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

### Proyecciones sobre precios y costes

La tasa de inflación interanual medida por el IAPC aumentó adicionalmente en el primer semestre del 2008, se situó en el 4,0% en julio del 2008 y, según la última estimación preliminar de Eurostat, se moderó hasta el 3,8% en agosto.

En cuanto al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC se desacelere lentamente y que la tasa media de variación del IAPC se sitúe entre el 3,4% y el 3,6% en el 2008. Sobre la base de los futuros correspondientes, se estima que las presiones sobre la inflación general derivadas de los precios del petróleo y otras materias primas y de su transmisión a los precios de consumo se atenuarán con el tiempo. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, las proyecciones se basan en la expectativa de un aumento adicional del crecimiento salarial en el 2008, tras el significativo incremento que viene experimentando desde mediados del 2007, como reflejo de la mayor subida salarial en los convenios colectivos, tanto en el sector privado como en el público. Todo ello, unido a la incidencia adicional del descenso cíclico de la productividad del trabajo, contribuye en gran medida a un aumento del crecimiento de los costes laborales unitarios en el 2008. No obstante, las proyecciones indican que estas presiones sobre los costes laborales unitarios se verán ampliamente compensadas en el 2008 por las variaciones de los márgenes de beneficios, en consonancia con el deterioro de las perspectivas económicas. Se estima que en el 2009 la inflación medida por el IAPC se situará entre el 2,3% y el 2,9%. Esta proyección se basa en el supuesto de que el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuirá al moderarse levemente el crecimiento de los salarios en el 2009, como reacción retardada ante el debilitamiento de la actividad económica, mientras que la productividad se recuperará con el ciclo.

#### Comparación con las proyecciones de junio del 2008

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio del 2008, los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real se han ajustado a la baja tanto para el 2008 como para el 2009, dado que los datos más recientes implican un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo, que incide en especial en la demanda interna.

Los intervalos proyectados para la tasa de variación anual del IAPC en el 2008 y el 2009 se sitúan ahora en el tramo superior de los intervalos anteriores, debido principalmente a que el aumento de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos y los servicios ha resultado ser mayor al contemplado en la proyecciones de junio del 2008.

#### Cuadro 2 Comparación con las proyecciones de junio del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2007	2008	2009
PIB real – Junio 2008	2,7	1,5-2,1	1,0-2,0
PIB real – Septiembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
IAPC – Junio 2008	2,1	3,2-3,6	1,8-3,0
IAPC – Septiembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9

© Banco Central Europeo, 2008

Dirección: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemania

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

Teléfono: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Todos los derechos reservados.

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