



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Recuadro

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

Las actuales perspectivas económicas son muy inciertas, puesto que dependen en gran medida de las futuras decisiones de índole política y de la reacción de los agentes del sector privado y de los mercados financieros ante tales decisiones. En este contexto, sobre la base de la información disponible hasta el 24 de agosto de 2012, 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 en un intervalo comprendido entre el -0,6% y el -0,2% en 2012, y entre el -0,4% y el 1,4% en 2013. La inflación se situará entre el 2,4% y el 2,6% en 2012, y entre el 1,3% y el 2,5% en 2013.

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

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 16 de agosto de 2012.

El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos 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 0,6% en 2012 y del 0,3% en 2013. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,0% en 2012 y del 4,2% en 2013. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado futuros y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés medios aplicados por las entidades a los préstamos a corto y a largo plazo concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo, y que los tipos a largo plazo alcancen un mínimo a mediados de 2012 y los tipos a corto plazo, hacia finales de 2012. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito afectarán negativamente a la actividad económica de la zona del euro en 2012 y 2013.

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 a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 111,7 dólares estadounidenses en 2012 y 107,3 en 2013. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses<sup>2</sup> descenderán en un 8,3% en 2012 y en un 0,3% en 2013.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte de 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 que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,26

<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. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Para 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 técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

<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 horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre del 2013 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

en 2012 y en 1,23 en 2013. El tipo de cambio efectivo del euro se depreciará en un 6,3% en 2012 y en un 2,1% en 2013.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en las medidas que ya hayan sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para 2012, se prevé la aplicación de importantes medidas de consolidación, entre las que se incluyen subidas de impuestos en varios países, mientras que en 2013, las medidas serán de menor entidad y estarán más concentradas en el lado del gasto.

### Supuestos relativos al entorno internacional

El PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará desde el 3,8% registrado en 2012 hasta el 4,0% en 2013. Aunque los datos recientemente publicados relativos al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2012 han confirmado una moderación bastante sincronizada del impulso del crecimiento mundial, se prevé que en el segundo semestre de 2012 se inicie una recuperación gradual de dicho crecimiento, respaldada por la mejora de las condiciones de financiación, en un entorno de orientación acomodaticia de las políticas monetarias. No obstante, se espera que el ritmo de crecimiento de las principales economías avanzadas se vea frenado por la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda de esos países, además de por la necesidad de proseguir el saneamiento de los balances de los sectores público y privado. En los mercados emergentes, el crecimiento se ha moderado recientemente, aunque sigue siendo sólido, aportando una importante contribución a la actividad económica mundial. Se proyecta que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se sitúe en el 4,2% en 2012 y en el 5,8% en 2013.

### Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

El PIB real descendió en un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, tras el estancamiento experimentado en el trimestre anterior. La debilidad actual de la actividad, que persiste desde que comenzó en la primavera de 2011, refleja en gran medida la fragilidad de la demanda interna, cuya contribución negativa al crecimiento del PIB compensa con creces las contribuciones positivas externas. De acuerdo con las proyecciones, en el segundo semestre de 2012, el PIB real descenderá ligeramente, debido al efecto adverso de los altos precios de las materias primas, el endurecimiento de la orientación de las políticas fiscales, el bajo nivel de la confianza empresarial y de los consumidores y las restrictivas condiciones de oferta de crédito en algunos países sobre la actividad. Respecto al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real recobre impulso durante 2013. En un principio, una mejora del entorno exterior y de la competitividad respaldarán las exportaciones. También es probable que la recuperación se vea apoyada por el impacto favorable del muy bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo sobre la demanda privada y por los efectos del descenso previsto de los precios de la energía y de los alimentos sobre la renta real disponible. Asimismo, las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero deberían también impulsar la demanda interna. No obstante, es probable que la actual reestructuración de los balances y las desfavorables condiciones de financiación de algunos países de la zona del euro sigan frenando la recuperación proyectada en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. En conjunto, se espera que la recuperación prevista sea poco intensa, en términos de patrones históricos, y que ello se traduzca en una brecha de producción negativa durante la totalidad del período considerado por las proyecciones. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real de la zona del euro se situará entre el -0,6% y el -0,2% en 2012 y entre el -0,4% y el 1,4% en 2013.

En cuanto a los distintos componentes de la demanda, el ritmo de crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobrará impulso en el segundo semestre de 2012 y posteriormente repuntará, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior de la zona del euro y a los efectos de los aumentos de la competitividad de los precios de exportación. La inversión empresarial

descenderá durante el resto de 2012, como consecuencia de la elevada incertidumbre y la debilidad de la confianza, así como de las restrictivas condiciones de oferta de crédito vigentes en algunos países. Se estima que en 2013 volverá a repuntar, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, el nivel muy bajo de los tipos de interés, las expectativas de que desciendan las presiones sobre los costes y la mejora de los márgenes. Se espera que la inversión residencial descienda a corto plazo, y que experimente una ligera recuperación a partir de finales de 2012. La necesidad de nuevos ajustes para corregir los excesos pasados en el mercado de la vivienda de algunos países continuará afectando a la inversión residencial. Con todo, estos efectos adversos deberían verse compensados, si bien solo en parte, por el mayor atractivo de la inversión residencial —frente a otras formas de inversión— en otros países, en los que la inversión residencial está sustancialmente respaldada por los tipos de interés hipotecarios históricamente bajos. La inversión pública descenderá asimismo durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia de los programas de consolidación fiscal adoptados en varios países de la zona del euro.

Se estima que el consumo privado descenderá en el curso de 2012, como reflejo del descenso de la renta real disponible, debido a una bajada del empleo y de la remuneración real por asalariado, de las medidas de consolidación presupuestaria y de la debilidad de las rentas no salariales. Una reducción de la tasa de ahorro, debida a que los hogares tratan de repartir su consumo en el tiempo, debería compensar en parte el descenso de la renta real disponible. No obstante, se espera que la caída de la tasa de ahorro se vea moderada por el aumento persistente de la tasa de desempleo y la debilidad de la confianza de los consumidores, que probablemente incrementen el nivel de ahorro por motivos de precaución. De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado experimentará un incremento moderado en 2013, como consecuencia de la recuperación de la renta real disponible, a medida que desaparezca gradualmente el efecto adverso de los factores mencionados anteriormente y que una relajación de las presiones de los precios de las materias primas beneficie las rentas reales. El consumo público descenderá en 2012 y 2013, como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal.

Tras el descenso registrado en el primer semestre de 2012, las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro volverán a incrementarse en el segundo semestre del año y posteriormente recobrarán su impulso, aunque seguirán viéndose afectadas por la debilidad de la demanda total. Como consecuencia del mayor crecimiento de las exportaciones, se espera que la demanda exterior neta realice una importante contribución positiva al crecimiento del PIB real durante todo el período contemplado por las proyecciones. La balanza por cuenta corriente, que estaba equilibrada en 2011, registrará un mayor superávit en el horizonte temporal de las proyecciones, debido a un aumento del superávit comercial.

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

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

	2011	2012	2013
IAPC	2,7	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
PIB real	1,5	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
Consumo privado	0,2	-1,1 – -0,7	-0,8 – 0,8
Consumo público	-0,3	-0,8 – -0,2	-0,8 – 0,4
Formación bruta de capital fijo	1,5	-4,1 – -2,5	-1,7 – 2,7
Exportaciones (bienes y servicios)	6,4	1,8 – 4,4	1,1 – 8,1
Importaciones (bienes y servicios)	4,2	-1,3 – 1,3	0,3 – 7,1

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

### Proyecciones sobre precios y costes

La tasa de inflación, que en agosto se situó en el 2,6%, se mantendrá por encima del 2% durante 2012, debido a los elevados precios de la energía, a la depreciación del euro y a la subida de los impuestos indirectos en algunos países, y se espera que en 2012 se sitúe, en promedio, entre el 2,4% y el 2,6%. En 2013, se estima que la tasa de inflación descenderá hasta situarse entre el 1,3% y el 2,5%, debido principalmente al sustancial descenso previsto de los precios de la energía durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia del supuesto de que los precios del petróleo descenderán gradualmente. También se espera que los precios de los alimentos desciendan en 2013. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá generalmente estable durante el horizonte temporal de las proyecciones. Las presiones al alza relacionadas con la reciente depreciación del euro y los incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados en algunos países se verán compensadas en gran parte por las presiones moderadoras derivadas de la debilidad de la demanda interna y del elevado desempleo.

Más específicamente, se espera que durante el horizonte temporal de las proyecciones se produzca una relajación de las presiones inflacionistas externas, que se intensificaron en el pasado debido al aumento de los precios del petróleo y a la depreciación del euro. En particular, los supuestos de una estabilización del tipo de cambio del euro y de un descenso de los precios del petróleo implican que la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones debería descender gradualmente. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se prevé que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se reduzca en 2012 y que se mantenga en niveles moderados en 2013, como reflejo del empeoramiento de la situación del mercado de trabajo y de las medidas de consolidación fiscal adoptadas en algunos países. Puesto que se espera que en 2012 el crecimiento de los salarios sea inferior al de los precios, la remuneración por asalariado en términos reales descenderá en este año y volverá a estabilizarse en 2013, manteniéndose, no obstante, claramente por debajo del ritmo de crecimiento de la productividad. El crecimiento de los costes laborales unitarios repuntará en 2012 y descenderá en 2013, debido principalmente a la evolución de la productividad. El indicador de márgenes descenderá en 2012, compensando el incremento de los costes laborales unitarios, en un entorno de debilidad de la demanda. Posteriormente, la desaceleración de los costes laborales unitarios y la mejora de las condiciones económicas respaldarán la recuperación de los márgenes. Los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos que están incluidos en los planes de consolidación fiscal aportarán una contribución importante a la inflación medida por el IAPC tanto en 2012 como en 2013.

### Comparación con las proyecciones de junio de 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2012, los intervalos de crecimiento del PIB real de la zona del euro previstos para 2012 y 2013 se han revisado a la baja. La mayoría de las correcciones a la baja se refieren a los dos últimos trimestres de 2012, lo que implica un efecto de arrastre estadístico negativo sobre el año 2013. Los intervalos relativos a la inflación medida por el IAPC para 2012 y 2013 se han ajustado ligeramente al alza respecto a los de las proyecciones de junio de 2012, principalmente como consecuencia del efecto del descenso del tipo de cambio del euro.

## Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	2012	2013
PIB real – Junio 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
PIB real – Septiembre 2012	-0,6- -0,2	-0,4 – 1,4
IAPC – Junio 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
IAPC – Septiembre 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

### Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables.

Según las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en intervalos comprendidos entre el -0,5% y el -0,1% en 2012, lo que se aproxima al intervalo proyectado por los expertos del BCE. Las proyecciones disponibles para 2013 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 0,3 % y el 1,0 %, que se encuadra dentro del proyectado por los expertos del BCE. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones disponibles sugieren que la inflación anual media medida por el IAPC se situará entre el 2,0% y el 2,4% en 2012, lo que se sitúa por debajo del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Para 2013, las previsiones disponibles indican que la inflación medida por el IAPC se situará entre el 1,6% y el 1,9%, lo que se encuadra en el intervalo proyectado por los expertos del BCE.

## Cuadro C Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	Mayo 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Comisión Europea	Mayo 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
FMI	Julio 2012	-0,3	0,7	2,0	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Agosto 2012	-0,3	0,6	2,3	1,7
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2012	-0,5	0,3	2,3	1,7

Barómetro de la Zona del Euro	Agosto 2012	-0,5	0,3	2,3	1,8
Proyecciones de los expertos del BCE	Septiembre 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Fuentes: Proyecciones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, julio de 2012, para el crecimiento del PIB real y World Economic Outlook, abril de 2012, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2012; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2012

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.