



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 febrero de 2013, 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 -0,9 % y el -0,1 % en 2013, y entre el 0,0 % y el 2,0 % en 2014. La inflación se situará entre el 1,2 % y el 2,0 % en 2013, y entre el 0,6 % y el 2,0 % en 2014.

### 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 hasta el 14 de febrero de 2013.

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 0,3 % en 2013 y del 0,5 % en 2014. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 3,2 % en 2013 y del 3,6 % en 2014. 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 aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés medios aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo en el primer semestre de 2013 y que posteriormente suban gradualmente. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito sigan afectando negativamente, por lo general, a la actividad económica de la zona del euro en 2013 y que sean más neutrales en 2014.

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 114,1 dólares estadounidenses en 2013 y 106,8 en 2014. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses<sup>2</sup> se incrementarán en un 1,2 % en 2013 y en un 2,3 % en 2014.

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, 14 de febrero de 2013, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,35 en 2013 y en 2014, lo que supone un incremento desde el nivel de 1,29

<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 el sitio web del BCE. 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 amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. 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 el sitio web del BCE.

<sup>2</sup> Los supuestos relativos a los precios del petróleo y los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2014 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

dólares estadounidenses de 2012. El tipo de cambio efectivo del euro se apreciará en un 4,2 % en 2013 y en un 0,1 % en 2014.

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. Aunque en 2013, se han aplicado, o se espera que se apliquen, importantes medidas de consolidación, entre las que se cuentan tanto subidas de impuestos como rebajas del gasto, los supuestos para 2014 solo incluyen hasta ahora medidas de consolidación fiscal muy limitadas.

### Proyecciones relativas al entorno internacional

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte temporal de las proyecciones desde el 3,7 % registrado en 2012 hasta el 3,8 % en 2013 y en mayor medida en 2014, hasta el 4,4 %. Las expectativas de este repunte gradual se basan en los resultados de las encuestas del índice de gestores de compras (PMI) (excluida la zona del euro), que en los últimos meses han aumentado hacia sus niveles medios a largo plazo, lo que apunta a una mejora del clima empresarial. Por otra parte, las condiciones de los mercados financieros mundiales han seguido mejorando como muestran el aumento de los precios de los mercados bursátiles, la menor volatilidad de los mercados financieros y la reducción de los diferenciales de los principales mercados financieros. Sin embargo, las perspectivas a medio plazo para las principales economías avanzadas siguen siendo moderadas. A pesar de los progresos logrados en el reequilibrio de la deuda del sector privado, el nivel de endeudamiento de los hogares sigue siendo elevado en las economías avanzadas, mientras que la necesidad de medidas fiscales más estrictas obstaculizaría las perspectivas de crecimiento para los próximos años. Al mismo tiempo, se prevé que el crecimiento en las economías emergentes siga siendo sólido. De acuerdo, en líneas generales, con las perspectivas de crecimiento mundial, se espera que la demanda externa de la zona del euro aumente en un 3,5 % en 2013 y en un 6,3 % en 2014, tras el 3,2 % registrado en 2012.

### Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El PIB real de la zona del euro descendió en un 0,6 % en el cuarto trimestre de 2012, tras un descenso del 0,1 % en el tercer trimestre y del 0,2 % en el segundo trimestre. La demanda interna de la zona del euro registró un descenso significativo en el cuarto trimestre del año, debido a la caída del consumo privado y de la inversión. Las exportaciones también se redujeron, como reflejo de la debilidad de la evolución del comercio observada a finales del año pasado.

Respecto al futuro, se espera que el crecimiento del PIB real se estabilice en el primer semestre del año y que se recupere gradualmente a partir del segundo semestre de 2013. En 2013, es probable que un repunte gradual de las exportaciones —apoyado por una evolución más favorable en la demanda externa, compensado solo en parte por pérdidas de la competitividad debidas a la apreciación del euro— represente un estímulo positivo para el crecimiento. También se prevé que la recuperación se vea respaldada por un impacto favorable de la orientación acomodaticia de la política monetaria de la demanda privada interna, así como por el efecto positivo en la renta real disponible de un descenso de la inflación, que a su vez está determinado en parte por la apreciación del euro y en parte por el supuesto de bajada de los precios de las materias primas. No obstante, se espera que persista la debilidad de la demanda interna, relacionada con el mantenimiento generalizado de los bajos niveles de confianza, así como con las necesidades de desapalancamiento y de consolidación fiscal que siguen existiendo en algunos países, y que la demanda interna se recupere gradualmente durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. En conjunto, se espera que la recuperación prevista siga siendo moderada, en términos de patrones históricos, y que ello se traduzca en una brecha de producción

negativa durante la totalidad del período considerado en las proyecciones. Se estima que la tasa de crecimiento anual del PIB real se situará entre el -0,9 % y el -0,1 % en 2013 y entre el 0,0 % y el 2,0 % en 2014.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobre impulso durante 2013 y que se mantenga posteriormente. Estas perspectivas se basan en el fortalecimiento gradual de la demanda externa de la zona del euro, aunque se estima que podrían verse moderadas en parte por pérdidas de competitividad debidas a la apreciación del euro. Respecto a la inversión empresarial, tras un posible descenso en el último trimestre de 2012, se prevé que vuelva a debilitarse ligeramente en el primer semestre de 2013, debido a los niveles aún relativamente débiles de la confianza, la reducida utilización de la capacidad productiva, la fragilidad de las perspectivas de la demanda y las adversas condiciones de oferta de crédito en algunos países. Tras haber registrado niveles históricamente bajos, la inversión empresarial, como porcentaje del PIB, repuntará a partir del segundo semestre de 2013, apoyada por el fortalecimiento gradual de la demanda interna y externa y por el muy bajo nivel de los tipos de interés. La inversión residencial descenderá en mayor medida durante los próximos trimestres como resultado de la debilidad del crecimiento de la renta disponible, de la todavía frágil y tímida recuperación de la confianza de los consumidores y de los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países. Se prevé que estos efectos adversos neutralicen con creces el efecto del relativo atractivo de la inversión residencial en otros países, en los que la inversión residencial está respaldada por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos. La inversión pública descenderá durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal esperadas en varios países de la zona del euro.

El consumo privado se redujo en el cuarto trimestre de 2012, posiblemente como reflejo del acusado descenso de la renta real disponible, solo compensado parcialmente por una disminución de la tasa de ahorro, debido a que los hogares trataron de moderar su consumo. Se espera que el consumo privado siga descendiendo en el primer semestre de 2013 y que se recupere ligeramente en el segundo semestre del año, como reflejo, principalmente, del patrón de crecimiento de la renta real disponible. En 2014, se proyecta que el consumo privado cobre impulso debido a un repunte de las rentas del trabajo a medida que mejoren las condiciones de los mercados laborales y disminuya el impacto adverso de las medidas de consolidación fiscal. No obstante, se espera que un aumento de la tasa de ahorro —consecuencia de la persistencia de las elevadas tasas de desempleo y de la necesidad de reducir el endeudamiento de los hogares— frene la recuperación del consumo privado en 2014. El consumo público descenderá en 2013, debido a los esfuerzos de consolidación fiscal, y aumentará moderadamente en 2014.

Las importaciones provenientes de fuera de la zona repuntarán desde su reciente situación de debilidad durante 2013 y el período posterior, como reflejo de la recuperación gradual de la demanda total. Teniendo en cuenta la mayor fortaleza del crecimiento de las exportaciones en relación con el de las importaciones, se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque en menor medida que en 2012. Se prevé que el actual superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente durante 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>

	2012	2013	2014
IACP	2,5	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0
PIB real	-0,5	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
Consumo privado	-1,2	-1,3 – -0,3	-0,3 – 1,5
Consumo público	0,0	-0,9 – -0,1	-0,4 – 1,2
Formación bruta de capital fijo	-4,0	-3,8 – -1,0	-0,9 – 3,5
Exportaciones (bienes y servicios)	2,9	-1,3 – 3,5	0,8 – 7,8
Importaciones (bienes y servicios)	-0,7	-2,1 – 2,3	1,0 – 7,2

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

Se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IACP, que según la estimación preliminar de Eurostat se situó en febrero de 2013 en el 1,8 %, se reduzca adicionalmente durante 2013, como consecuencia del acusado descenso proyectado de las tasas anuales de la inflación de los precios de la energía y, en menor medida, de la bajada de la inflación de los precios de los alimentos, desde los elevados niveles registrados en 2012. El descenso proyectado de la inflación de los precios energéticos refleja en parte efectos de base a la baja relacionados con la desaparición esperada del efecto de los pasados incrementos de los precios del petróleo, así como con el supuesto de su descenso gradual durante el horizonte temporal de las proyecciones. Similarmente, el descenso proyectado de la inflación de los precios de los alimentos refleja efectos de base a la baja, a medida que el impacto de los recientes incrementos desaparezca, y el supuesto de que los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias se moderarán ligeramente durante el horizonte de las proyecciones. La inflación medida por el IACP, excluidos los alimentos y la energía, descenderá marginalmente en 2013, como consecuencia de la apreciación del euro y de la moderada evolución de la economía. De acuerdo con las proyecciones, esta medida de la inflación aumentará ligeramente en 2014, como reflejo de la modesta recuperación de la actividad. La inflación media anual medida por el IACP descenderá desde el 2,5 % registrado en 2012 hasta un intervalo comprendido entre el 1,2 % y el 2,0 % en 2013 y continuará hasta situarse entre el 0,6 % y el 2,0 % en 2014.

Con mayor detalle, las presiones externas sobre los precios se han relajado ligeramente en los últimos meses debido a la apreciación del euro. Según las proyecciones, la tasa de crecimiento anual del deflactor de las importaciones descenderá en 2013 y se estabilizará ligeramente en 2014, de acuerdo con el supuesto de que el efecto a la baja de la apreciación del euro desaparecerá. 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 mantenga en niveles moderados en 2013 y 2014 debido a la debilidad de la situación de los mercados laborales. Teniendo en cuenta el descenso proyectado de la inflación medida por los precios de consumo, se prevé que la remuneración real por asalariado se incremente gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, tras los descensos registrados en 2011 y 2012. El crecimiento de los costes laborales unitarios se mantendrá relativamente elevado en 2013, debido a que el crecimiento de la productividad será sustancialmente menor que el de los salarios. Atendiendo al repunte del crecimiento de la productividad esperado en 2014, como reflejo de una recuperación de la actividad más rápida que la del empleo, se espera un descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios. El indicador del margen de beneficio, calculado como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y el coste laboral

unitario, registrará un ligero descenso adicional en 2013, tras la acusada caída observada en 2012, compensando el aumento relativamente fuerte de los costes laborales unitarios. Posteriormente, la desaceleración de los costes laborales unitarios y la mejora gradual de las condiciones económicas respaldarán una 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 2013 como en 2014, incluso si esta consolidación es ligeramente menor que en 2012.

### Comparación con las proyecciones de diciembre del 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2012, el límite superior del intervalo de crecimiento del PIB real de la zona del euro previsto para 2013 se ha revisado a la baja. Esta revisión se explica principalmente por la debilidad de la evolución del PIB en el cuarto trimestre de 2012, que implica un efecto de arrastre automáticamente más negativo en la tasa media de crecimiento anual para 2013. Sin embargo, en términos generales, el perfil del crecimiento trimestral para 2013 no se ha revisado. El intervalo proyectado para el crecimiento medio anual del PIB real en 2014 se ha ajustado ligeramente a la baja, Por lo que se refiere a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2013 es ligeramente más estrecho. Para 2014, el límite superior del intervalo es ligeramente inferior al de la proyecciones de diciembre de 2012, debido principalmente a la apreciación del tipo de cambio del euro.

### Cuadro B Comparación con las proyecciones de los expertos de diciembre de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	2013	2014
PIB real – Diciembre 2012	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
PIB real – Marzo 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0
IAPC – Diciembre 2012	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
IAPC – Marzo 2013	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

### 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, 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 otra parte, 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 -0,3 % y el 0,0 % en 2013, lo que se aproxima al límite superior del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Las proyecciones disponibles para 2014 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 1,0 % y el 1,4 %, 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 en un intervalo comprendido entre el 1,6 % y el 1,9 % en 2013, y entre el 1,2 % and 1,8 % en 2014, lo que se encuentra dentro de los intervalos proyectados 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	
		2013	2014	2013	2014
OCDE	Noviembre 2012	-0,1	1,3	1,6	1,2
Comisión Europea	Febrero 2013	-0,3	1,4	1,8	1,5
FMI	Enero 2013	-0,2	1,0	1,6	1,4
Encuesta a expertos en previsión económica	Febrero 2013	0,0	1,1	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2013	-0,2	1,0	1,8	1,7
Barómetro de la Zona del Euro	Febrero 2013	-0,1	1,2	1,9	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Marzo 2013	-0,9 – -0,1	0,0 – 2,0	1,2 – 2,0	0,6 – 2,0

Fuentes: Proyecciones económicas de invierno de 2013 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, enero de 2013, para el crecimiento del PIB real y World Economic Outlook, octubre de 2012, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, noviembre 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 del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2013

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 y sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.