



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

## Recuadro

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

Los expertos del BCE han elaborado las proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup> basándose en la información disponible hasta el 25 de agosto de 2011. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 1,8% en 2011, y entre el 0,4% y el 2,2% en 2012. La inflación se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,2% y el 2,2% en 2012.

#### 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 18 de agosto de 2011.

El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR 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 1,3% en 2011 y del 1,0% en 2012. 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 4,2% en 2011 y 2012. Se prevé que la transmisión de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades seguirá la regularidad histórica observada para la mayor parte de la zona del euro. No obstante, en algunas partes, especialmente aquellas en las que existen tensiones en los mercados de deuda soberana, se espera que la transmisión esté acompañada por efectos adversos en las primas de riesgo del crédito bancario. Las condiciones crediticias seguirán normalizándose de forma gradual, aunque continuarán lastrando en alguna medida la actividad en el horizonte considerado.

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 110,1 dólares estadounidenses en 2011 y 106,5 en 2012. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses<sup>2</sup> aumentarán un 19,6% en 2011 y disminuirán un 0,8% en 2012.

Se prevé que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables, durante el horizonte de las proyecciones, en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos de 18 de agosto de 2011. Tal supuesto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,42 en 2011 y en 1,43 en 2012, y que el tipo de cambio efectivo del euro, en promedio, se apreciará un 0,2% en 2011 y se reducirá un 0,2% en 2012.

<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 amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas 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 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 período considerado en las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre de 2012 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

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 a fecha de 19 de agosto de 2011 e incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa.

### Supuestos relativos al entorno internacional

El ritmo de crecimiento económico mundial se ha moderado en los últimos meses, debido en parte a factores temporales, como el impacto de los desastres natural y nuclear ocurridos en Japón en la propia economía nipona y en las cadenas mundiales de producción, así como a los efectos de contención de las rentas que los elevados precios de las materias primas han ejercido en las principales economías industrializadas. De cara al futuro, se espera que la desaparición gradual de las perturbaciones de la cadena de producción suponga un cierto impulso para el crecimiento en el segundo semestre de este año, si bien éste se verá afectado adversamente por tasas de desempleo más elevadas de lo esperado, por una menor confianza de las empresas y de los consumidores de las economías industrializadas, y por la persistente debilidad del mercado de la vivienda en los Estados Unidos. Además, aunque no se espera que el reciente cambio en el clima de los mercados financieros internacionales desestabilice la recuperación económica mundial, se prevé que siga teniendo repercusiones negativas a través de los efectos en la confianza y en la riqueza en el segundo semestre de 2011. A medio plazo, el legado de la crisis financiera continuará restando fuerza a la recuperación de las economías industrializadas, lo que refleja los ajustes de balance necesarios en varios sectores y ensombrece las perspectivas de una rápida mejora de los mercados de trabajo en algunas economías industrializadas. En cambio, se espera que el crecimiento de las economías emergentes siga siendo relativamente vigoroso y que persistan las presiones de recalentamiento. Se supone que el PIB mundial fuera de la zona del euro aumentará, en promedio, un 4,1% en 2011 y un 4,4% en 2012. Se estima que el crecimiento de la demanda exterior en la zona del euro será de 7,0% en 2011 y 6,8% en 2012, previsiones inferiores a las publicadas por los expertos del Eurosistema en junio de 2011, como consecuencia sobre todo de una revisión a la baja de las perspectivas de la economía estadounidense.

### Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

Tras el intenso crecimiento de la zona del euro en el primer trimestre de 2011, impulsado por un repunte de la construcción, en los últimos meses se ha registrado una notable desaceleración de la actividad económica. De forma análoga a lo sucedido en la economía mundial, la actividad de la zona del euro se ha visto frenada por los efectos adversos relacionados con los desastres natural y nuclear acaecidos en Japón y por el impacto retardado de anteriores aumentos del precio del petróleo. Además, el dinamismo subyacente en la zona del euro también se ha debilitado a consecuencia de factores internos, como el descenso de los precios de las cotizaciones bursátiles, la orientación más restrictiva de las políticas fiscales, el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito y la intensificación de la incertidumbre, que se refleja en el aumento de las primas de riesgo relacionadas con la crisis de deuda soberana y en el deterioro de la confianza de las empresas y de los consumidores. Habida cuenta de que se espera que varios de estos factores continúen teniendo consecuencias negativas a corto plazo, se prevé que el PIB real experimente un crecimiento modesto en el segundo semestre de 2011. A partir de entonces, la actividad irá cobrando impulso de forma gradual a medida que las exportaciones de la zona del euro se beneficien de los aumentos de la demanda externa, al tiempo que la demanda interna se fortalecerá gradualmente con el apoyo de la política monetaria acomodaticia, de las medidas encaminadas a restablecer el funcionamiento del sistema financiero y, en fin, del impacto de una robusta demanda mundial en la renta interior. En tasas medias anuales, el PIB real aumentará entre un 1,4% y un 1,8% en 2011, y entre un 0,4% y un 2,2% en 2012.

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 conservará su relativa fortaleza hasta 2012, aunque con una tasa de expansión menor que la de la demanda exterior de la zona del euro en 2012, en línea con la tendencia decreciente de las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro. Tras su fuerte repunte en el primer trimestre de 2011, la inversión total presentará un crecimiento moderado durante el resto del año, antes de volver a cobrar más impulso en 2012. La inversión empresarial se incrementará de forma sostenida en el horizonte temporal considerado, respaldada por el aumento de la rentabilidad, el crecimiento sostenido de las exportaciones y la aparición de cuellos de botella en la capacidad. No obstante, el crecimiento de la inversión residencial seguirá siendo relativamente moderado durante el período considerado, debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda de algunos países, reflejados también en las pequeñas subidas previstas de los precios de la vivienda. Además, la inversión pública disminuirá hasta el final de 2012, como se indica actualmente en los programas de consolidación fiscal anunciados en varios países de la zona del euro.

Se prevé que el crecimiento del consumo privado sea bastante débil en 2011 para luego remontar ligeramente en 2012, en gran medida como reflejo de la senda de crecimiento de la renta real disponible. Aunque el impacto negativo de los pasados aumentos de los precios de las materias primas lastrará el crecimiento de la renta real disponible en lo que queda de 2011, a partir de entonces se relajarán las presiones inflacionistas, impulsando el avance de la renta real disponible en 2012. El consumo público en términos reales experimentará un incremento modesto hasta 2012, como reflejo de los programas de consolidación fiscal anunciados en varios países de la zona del euro. El ritmo de crecimiento de las importaciones desde países no pertenecientes a la zona del euro repuntará ligeramente en 2011, antes de estabilizarse en 2012, aumentando más rápido que la demanda total en el horizonte temporal estudiado. Debido al crecimiento, ligeramente más vigoroso, de las exportaciones, la demanda exterior neta realizará una contribución positiva, aunque descendente, al aumento del PIB durante el período contemplado.

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

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

	2010	2011	2012
IACP	1,6	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
PIB real	1,7	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
Consumo privado	0,8	0,3 – 0,7	0,0 – 1,6
Consumo público	0,5	-0,2 – 0,8	-0,7 – 0,5
Formación bruta de capital fijo	-0,8	2,2 – 3,6	0,8 – 5,4
Exportaciones (bienes y servicios)	11,0	5,6 – 8,4	2,3 – 9,7
Importaciones (bienes y servicios)	9,3	4,7 – 7,3	2,0 – 9,2

1) Las proyecciones relativas al PIB real y a 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.

2) Datos relativos a la zona del euro incluida Estonia, excepto el dato del IACP en 2010. La tasa media de variación anual del IACP en 2011 se basa en una composición de la zona del euro en 2010 que ya incluye a Estonia.

#### Proyecciones sobre precios y costes

La inflación interanual medida por el IACP fue del 2,5% en agosto de 2011. La inflación general medida por el IACP se mantendrá en niveles superiores al 2% en los meses siguientes, debido en gran medida a la repercusión de los fuertes aumentos pasados de los precios del petróleo y de otras materias primas en los precios de la energía y los alimentos. Posteriormente, tomando como base los actuales precios de los

futuros sobre las materias primas, los incrementos de los precios de las importaciones se moderarán. En contraste, las presiones de origen interno sobre los precios irán incrementándose lentamente, como reflejo del alza de los costes laborales y de la transmisión de los pasados aumentos de los precios de las materias primas, lo que se traducirá en un alza gradual de la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, en el horizonte de las proyecciones. En conjunto, la inflación media anual se situará en un intervalo de entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y de entre el 1,2% y el 2,2% en 2012. El crecimiento de la remuneración por asalariado mantendrá una relativa moderación en el horizonte contemplado, como consecuencia de la escasa mejoría prevista en las condiciones de los mercados de trabajo. Debido a la respuesta parcial y retardada de los salarios nominales a la inflación medida por los precios de consumo, la remuneración real por asalariado descenderá en 2011 y, a partir de entonces, aumentará lentamente. Dada la proyectada moderación del crecimiento de la productividad, se espera que los costes laborales unitarios repunten en 2011 y crezcan a un ritmo más rápido en 2012. En consecuencia, el crecimiento de los márgenes de beneficios se recortará en 2011 y 2012, como reflejo también del moderado crecimiento previsto de la demanda agregada.

#### Comparación con las proyecciones de junio de 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real de la zona del euro previstos para 2011 y 2012 se han revisado a la baja. Las revisiones de las perspectivas para 2011 y 2012 reflejan una menor demanda externa y una demanda interna que se ha visto debilitada, entre otras cosas, por el aumento de la incertidumbre, el descenso de la confianza, la caída de los precios de las cotizaciones bursátiles y el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito; unos factores que, en conjunto, contrarrestan los efectos positivos de la significativa revisión a la baja del supuesto técnico relativo a los tipos medios de interés de los préstamos en la zona del euro. La revisión a la baja para 2012 también refleja el impacto de las restricciones presupuestarias adicionales adoptadas en algunos países de la zona del euro. En relación con la inflación medida por el IAPC, el intervalo estudiado para 2011 se ha mantenido sin cambios, mientras que el intervalo correspondiente a 2012 es ligeramente más estrecho que en las proyecciones de junio de 2011.

#### Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2011

(tasas medias de variación anuales)

	2011	2012
PIB real – junio 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
PIB real – septiembre 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
IACP – junio 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
IACP – septiembre 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

#### 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. Además, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y al 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 un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 2,0% en 2011, ligeramente por encima del intervalo indicado en las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE, y entre el 1,5% y el 2,0% en 2012, dentro de la parte superior del intervalo proyectado por los expertos del BCE. En cuanto a la inflación, las previsiones disponibles apuntan a una tasa media de inflación interanual medida por el IAPC del 2,6% en 2011, que se encuadra dentro del intervalo proyectado por los expertos del BCE. Las previsiones de inflación medida por el IAPC para 2012 se sitúan en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 2,0%, que también se encuadra dentro del 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	
		2011	2012	2011	2012
OCDE	Mayo 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Comisión Europea	Mayo 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
FMI	Junio 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Encuesta a expertos en previsión económica	Agosto 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Consensus Economics Forecasts	Agosto 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Septiembre 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2011; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, junio de 2011; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2011; Consensus Economics Forecasts; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Nota: 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 los datos están ajustados por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2011

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.