



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 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 -0,5% y el 0,3% en 2012 y entre el 0,0% y el 2,2% en 2013. La inflación se situará entre el 2,1% y el 2,7% en 2012 y entre el 0,9% y el 2,3% 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 febrero de 2012.

El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo es de 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. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,9% tanto en 2012 como en 2013. Las expectativas de los mercados en cuanto al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 4,6% en 2012 y del 5,0% 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 a corto y a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro se moderen en los próximos trimestres, y se sitúen en niveles mínimos a finales y mediados de 2012, respectivamente. Aunque las condiciones crediticias del conjunto de la zona del euro estarán respaldadas por las medidas de política monetaria del Eurosistema, en general aún seguirán siendo relativamente restrictivas.

En relación con 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 115,1 dólares estadounidenses en 2012 y 110,2 en 2013. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses<sup>2</sup> se reducirán previsiblemente en un 3,1% en 2012, y aumentarán en un 3,8% 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 al cierre de los datos el 16 de febrero de 2012, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,31 en 2012 y en 1,32 en 2013. El tipo de cambio efectivo del euro se depreciará un 4,0% en 2012 y no experimentará cambios en 2013. 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 22 de febrero de 2012 e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los gobiernos y 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. 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 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 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 relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el primer trimestre de 2013 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

## Supuestos relativos al entorno internacional

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro), estimado en el 4,1% en 2011, se reducirá hasta situarse en el 3,8% en 2012, y aumentará hasta el 4,3% en 2013. En el segundo semestre de 2011, la desaceleración mundial se debió principalmente a la moderación de las rentas reales como consecuencia del alza de los precios de las materias primas, así como a la elevada incertidumbre y el aumento de la aversión al riesgo, que produjeron tensiones en los mercados financieros mundiales. Sin embargo, los datos más recientes, particularmente los relativos a Estados Unidos, parecen sugerir cierto grado de estabilización cíclica hacia finales del año. Concretamente, los primeros indicios de estabilización de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, así como una leve mejora en las condiciones de los mercados financieros mundiales, apoyan esta valoración. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento a medio plazo siguen siendo moderadas, en particular en las economías industrializadas, debido principalmente a la constante necesidad de sanear los balances, que actúa como obstáculo del crecimiento. A este respecto, aunque se observan progresos en el reequilibrio del endeudamiento del sector privado, los niveles de endeudamiento de los hogares siguen siendo elevados en varias economías industrializadas. Asimismo, la reducción del gasto público orientada a restablecer saldos presupuestarios sostenibles también está restringiendo la demanda interna en varias economías industrializadas. En cambio, se espera que las economías emergentes continúen su expansión a un ritmo mucho más rápido que las economías industrializadas en el horizonte de las proyecciones. No obstante, una modesta desaceleración en las economías emergentes aliviará las presiones de recalentamiento que existían anteriormente en algunos países principales de este grupo (por ejemplo, China). En general, las economías emergentes de Asia se mantendrán en una senda de desaceleración suave, mientras que el crecimiento en los países de Europa Central y Oriental será más lento. Como consecuencia de la recuperación mundial, se estima que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se situará en el 4,3% en 2012 y el 6,5% en 2013.

## Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El crecimiento del PIB real de la zona del euro perdió vigor durante 2011, con un descenso de la actividad en el último trimestre. La desaceleración de la actividad a lo largo de 2011 fue reflejo, entre otras cosas, de la desaceleración mundial, los elevados precios de las materias primas, y el impacto adverso de la crisis de deuda soberana de la zona del euro en la confianza empresarial y de los consumidores, así como del deterioro de las condiciones crediticias y un mayor endurecimiento de la política fiscal en algunos países de la zona del euro. Se espera que estos factores adversos sigan afectando a la actividad en el primer semestre de 2012, aunque su influencia será cada vez menor debido a los efectos favorables del fortalecimiento de la demanda exterior, el descenso del tipo de cambio efectivo, y las medidas de apoyo convencionales y no convencionales de política monetaria. Respecto al futuro, en el supuesto de que la crisis financiera no se intensifique en mayor medida, se espera que el crecimiento del PIB real repunte modestamente en el segundo semestre de 2012 y vuelva a mejorar ligeramente en 2013, debido al fortalecimiento gradual de la demanda interna y a la contribución positiva de la demanda exterior neta, como resultado del aumento de la demanda exterior y un tipo de cambio más débil. La recuperación de la demanda interna debería verse apoyada por un descenso de la inflación de los precios de la energía y los alimentos que reforzará las rentas reales disponibles, además de por el impulso favorable del muy bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo y las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, se prevé que la recuperación sea moderada debido a que continúa el saneamiento fiscal, a que se espera que las condiciones crediticias adversas mejoren solo de manera gradual, y a que la reestructuración de los balances está todavía en curso en muchos sectores. Se proyecta que el crecimiento del PIB real supere su tasa potencial al final del horizonte de las proyecciones, lo que permitirá un estrechamiento de la brecha de producción negativa. En conjunto, se estima que la recuperación será lenta. En términos anuales, el PIB real aumentará en un intervalo comprendido entre el -0,5% y el 0,3% en 2012 y entre el 0,0% y el 2,2% en 2013.

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 repunte durante 2012 y cobre vigor en 2013, como reflejo principalmente de la evolución de la demanda exterior de la zona del euro y el aumento de la competitividad derivado de un tipo de cambio efectivo del euro más débil. Se prevé que la inversión empresarial disminuya a corto plazo y se recupere gradualmente en 2013, apoyada por un crecimiento de las exportaciones más vigoroso, un repunte de la demanda interna, tipos de interés bajos y una rentabilidad relativamente sostenida. La inversión residencial se mantendrá muy débil a lo largo de 2012 y aumentará de forma gradual en 2013. Aunque los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda de algunos países siguen frenando la recuperación, el atractivo de la inversión residencial respecto de otras formas de inversión parece haber aumentado en otros países, en un contexto de mayor percepción de los riesgos asociados a las inversiones alternativas. La inversión pública descenderá en 2012 y se estabilizará en 2013, como indican las medidas de saneamiento fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro.

Se estima que el consumo privado se redujo en el último trimestre de 2011, y se proyecta que siga siendo bastante moderado durante 2012 y que repunte gradualmente más adelante. El crecimiento de la renta nominal disponible se verá afectado inicialmente por un descenso y posteriormente por un crecimiento solo modesto del empleo. Asimismo, las tasas de crecimiento tanto de los salarios como de las transferencias de renta serán limitadas, en parte como consecuencia del endurecimiento de las medidas de política fiscal introducidas en varios países de la zona del euro. No obstante, la renta real disponible se mantendrá a lo largo del tiempo, debido a la previsible disminución del efecto adverso de anteriores subidas de los precios de las materias primas. La tasa de ahorro descenderá ligeramente durante el período considerado, lo que refleja la expectativa de que, pese a una actitud contenida que apoya el ahorro, cierta suavización del consumo, en un contexto de evolución adversa de la renta real, frenará el ahorro en 2012 y 2013. Los bajos niveles de los tipos de interés también contribuirán al descenso de la tasa de ahorro. El consumo público en términos reales seguirá siendo moderado durante el horizonte de las proyecciones, debido a los efectos de las medidas de saneamiento fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro.

Se espera que el crecimiento de las importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro cobre vigor gradualmente durante el período considerado. Dichas importaciones aumentarán con mayor rapidez que la demanda total, en consonancia, en general, con los patrones históricos. Como consecuencia del ligero repunte del crecimiento de las exportaciones, la demanda exterior neta aportará una contribución positiva, aunque cada vez menor, al crecimiento del PIB real durante el horizonte temporal de las proyecciones.

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

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

	2011	2012	2013
IACP	2.7	2.1 – 2.7	0.9 – 2.3
PIB real	1.5	-0.5 – 0.3	0.0 – 2.2
Consumo privado	0.2	-0.7 – 0.1	0.0 – 1.6
Consumo público	0.2	-0.6 – 0.2	-0.1 – 1.3
Formación bruta de capital fijo	1.6	-2.6 – 0.2	-0.9 – 3.7
Exportaciones (bienes y servicios)	6.4	0.1 – 5.1	0.7 – 8.1
Importaciones (bienes y servicios)	4.1	-1.1 – 3.5	0.7 – 7.3

- 1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a las importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.
- 2) Datos relativos a la zona del euro, incluida Estonia. La tasa media de variación anual del IAPC en 2011 se basa en una composición de la zona del euro en 2010 que ya incluye a Estonia.

### Proyecciones sobre precios y costes

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación medida por el IAPC general se situó en el 2,7% en febrero de 2012, tras registrar un promedio del 2,7% en 2011. Se proyecta que esa tasa se desacelere en los próximos trimestres, y que la tasa media de inflación medida por el IAPC general se sitúe entre el 2,1% y el 2,7% en 2012 y entre el 0,9% y el 2,3% en 2013. Esta moderación obedece en gran medida a una menor contribución de los precios de la energía, debido al supuesto de que los precios del crudo se reducirán gradualmente a lo largo del horizonte temporal considerado y a que los efectos de sus anteriores subidas perderán intensidad. También se proyecta que el crecimiento del componente de los precios de los alimentos en la inflación medida por el IAPC se modere en 2012 y 2013, como reflejo del supuesto de que los precios de las materias primas alimentarias se mantendrán estables durante los próximos trimestres. Por último, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá en general estable durante el horizonte de las proyecciones. Aunque las presiones internas sobre los precios derivadas del lento crecimiento de la demanda interna y la moderada evolución de los costes laborales serán previsiblemente débiles, serán compensadas ampliamente por los efectos alcistas de las subidas previstas de los impuestos indirectos y los precios administrados.

Con mayor detalle, las presiones externas sobre los precios han aumentado ligeramente en los últimos meses, debido principalmente a la depreciación del euro, que, entre otras cosas, se ha traducido en una subida de los precios de las materias primas en euros, que se espera que ejerza una presión al alza sobre el deflactor de las importaciones en los próximos trimestres. No obstante, estos factores se verán compensados con creces por los efectos de base a la baja, derivados principalmente de las notables subidas de los precios de las materias primas en 2011. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones se reducirá a comienzos de 2012 y seguirá moderándose ligeramente en 2013. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se espera que la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado se ralentice en 2012, debido a la presión a la baja que ejerce el deterioro de las condiciones en los mercados de trabajo. Más adelante, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado repuntará gradualmente, apoyada por el fortalecimiento de la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantendrá en general estable en 2012 y 2013. Se espera que el crecimiento de los márgenes de beneficio sea modesto en 2012, como reflejo de la débil demanda agregada, y que aumente ligeramente en 2013, en consonancia con la mejora de las perspectivas de la actividad económica. Los incrementos de los precios administrados contribuirán notablemente a la inflación medida por el IAPC durante todo el horizonte de las proyecciones, como consecuencia del proceso de saneamiento fiscal que está teniendo lugar en varios países de la zona del euro. El impacto de los impuestos indirectos también será significativo en 2012 y 2013.

### Comparación con las proyecciones de diciembre de 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre de 2011, los intervalos de crecimiento del PIB real en la zona del euro para 2012 y 2013 han sido revisados ligeramente a la baja. Las revisiones a la baja reflejan principalmente los efectos de la disminución de la demanda exterior, la subida de los precios del petróleo, las medidas adicionales de saneamiento fiscal y las condiciones crediticias ligeramente más restrictivas, pese al descenso de los tipos de interés a corto y largo plazo y el aumento de las cotizaciones bursátiles. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, los intervalos de proyección para 2012 y 2013 son

ligeramente superiores a los proyectados en diciembre de 2011, debido fundamentalmente a la subida de los precios de la energía y la depreciación del euro, y también, en parte, al aumento de los precios de los alimentos y los impuestos indirectos.

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

(tasas medias de variación anuales)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB real – Diciembre 2011	-0.4 – 1.0	0.3 – 2.3
PIB real – Marzo 2012	-0.5 – 0.3	0.0 – 2.2
IAPC – Diciembre 2011	1.5 – 2.5	0.8 – 2.2
IAPC – Marzo 2012	2.1 – 2.7	0.9 – 2.3

#### Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado una serie de 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 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 0,2% en 2012, y entre el 0,8% y el 1,4% en 2013, que se encuadran ambos dentro de los intervalos proyectados 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 1,5% y el 2,1% en 2012, que es igual o está por debajo del límite inferior 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 1,2% y el 1,7%, intervalo que 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	
		2012	2013	2012	2013
OCDE	Noviembre 2011	0.2	1.4	1.6	1.2
Comisión Europea	Febrero 2012/	-0.3	1.3	2.1	1.6
FMI	Noviembre 2011	-0.5	0.8	1.5	
Encuesta a expertos en previsión económica	Enero 2012/ Septiembre 2011	-0.1	1.1	1.9	1.7
Consensus Economics Forecasts	Febrero 2012	-0.3	0.9	2.0	1.7
Proyecciones elaboradas por los expertos del BCE	Febrero 2012	-0.5 – 0.3	0.0 – 2.2	2.1 – 2.7	0.9 – 2.3

Fuentes: Previsiones intermedias de la Comisión Europea, febrero de 2012, para los datos referentes a 2012 y previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2011, para los referentes a 2013; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, enero de 2012, para el crecimiento del PIB real y Perspectivas de la Economía Mundial, septiembre de 2011, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, noviembre 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 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.