



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 25 de noviembre de 2011, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. La actividad económica de la zona del euro se ha debilitado en el segundo trimestre de 2011, como consecuencia del debilitamiento de la demanda mundial y de un empeoramiento sustancial de la confianza empresarial y de los consumidores observado en los últimos meses, en un entorno de mayor incertidumbre derivada de la intensificación de las tensiones existentes en los mercados financieros, descenso significativo de los precios de las cotizaciones bursátiles y empeoramiento de las condiciones de financiación en un número cada vez mayor de países de la zona del euro. Partiendo del supuesto de que la crisis financiera no se intensifique en mayor medida, las proyecciones indican que el crecimiento del PIB real se recuperará durante 2012 y mejorará ligeramente en 2013. No obstante, se espera que la recuperación se vea afectada por la reestructuración de los balances que está teniendo lugar en muchos sectores y por las adversas condiciones de financiación vigentes en muchas partes de la zona del euro durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. Al mismo tiempo, se espera que la recuperación se vea progresivamente respaldada por un fortalecimiento de la demanda mundial y un descenso de la inflación de los precios de la energía y de los alimentos, que refuerce las rentas reales, así como por el impacto favorable sobre la demanda interna de los muy bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo y de las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5 % y el 1,7 % en 2011, entre el -0,4% y el 1,0 % en 2012 y entre el 0,3% y el 2,3% in 2013. Se espera que la inflación de la zona del euro medida por el IAPC se mantenga a corto plazo en un nivel elevado y que más adelante descienda significativamente. La tasa media de inflación medida por el IAPC se situará entre el 2,6% y el 2,8% en 2011, entre el 1,5% y el 2,5% en 2012 y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013. Este perfil refleja en gran medida los efectos de base a la baja sobre los precios de la energía y de los alimentos durante 2012, así como los supuestos de mantenimiento o de descenso de los precios de las materias primas. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía aumentará ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia de una demanda interna relativamente moderada y de la contención de los costes laborales.

Recuadro 1

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 se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 17 noviembre de 2011¹. 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 1,4% en 2011, del 1,2% en 2012 y del 1,4% en 2013. 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 4,4% en 2011,

¹ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio de 2011), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. 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.

del 5,3% en 2012 y del 5,6% 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 aplicados por las entidades bancarias a los préstamos a largo y a corto plazo sigan aumentando gradualmente durante el horizonte de las proyecciones. Se estima que las condiciones crediticias en el conjunto de la zona del euro afectarán negativamente a la actividad. 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 111,5 dólares estadounidenses en 2011, 109,4 en 2012 y 104,0 en 2013. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán en un 17,8% en 2011, descenderán un 7,3% en 2012 y aumentarán en un 4,3% 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 1,40 en 2011 y en 1,36 en 2012 y en 2013. En promedio, el tipo de cambio efectivo del euro se mantendrá inalterado en 2011 y se depreciará un 0,9% en 2012.

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 25 de noviembre de 2011, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas en detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

1 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 cuarto trimestre de 2012 y, a partir de entonces, experimentarán una evolución acorde con la actividad económica mundial.

ENTORNO INTERNACIONAL

El impulso del crecimiento mundial se debilitó a lo largo de 2011. En el segundo semestre del año, la influencia positiva procedente de la normalización de las perturbaciones de la cadena de suministro tras los desastres naturales ocurridos en Japón se vio anulada por las nuevas tensiones de los mercados financieros de todo el mundo, debidas principalmente a la intensificación de la crisis de deuda soberana en la zona del euro y a la creciente preocupación acerca de la sostenibilidad presupuestaria en otras grandes economías avanzadas. Esta situación ha socavado la confianza de consumidores y empresas en todo el mundo. En cuanto al futuro, se espera una recuperación gradual, aunque distintas circunstancias desfavorables, como la necesidad de sanear los balances y la debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda de algunas de las principales economías avanzadas, implican un período prolongado de crecimiento lento, especialmente en algunos países avanzados, lo que refrenará el ritmo de la recuperación mundial. En las economías emergentes el ritmo de crecimiento sigue siendo bastante vigoroso, aunque se espera que pierda intensidad, debido a las medidas más restrictivas de política monetaria introducidas anteriormente dirigidas a reducir los desequilibrios financieros y las presiones sobre los precios, así como al descenso previsto de la demanda externa y a los efectos adversos de contagio de las turbulencias financieras mundiales. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro, que se situó en el 5,7% en 2010, descenderá hasta el 4,1% en 2011 y hasta el 3,9% en 2012 y se incrementará hasta el 4,5% en 2013. Se estima que el crecimiento de la demanda externa en la zona del euro disminuirá desde el 11,8% en 2010 hasta el 6,4% en 2011 y hasta el 4,8% en 2012, y aumentará hasta el 6,9% en 2013.

PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real de la zona del euro registró un crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2011, incrementándose un 0,2% en términos intertrimestrales, una tasa igual a la del segundo trimestre. Si bien

una serie de factores temporales, tanto internos como externos, han influido negativamente en la actividad en el segundo trimestre de 2011, la debilidad del dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro durante los últimos meses ha reflejado en mayor medida el impacto de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro y el endurecimiento asociado de la política fiscal de algunos países de la zona. En el ámbito interno, la influencia adversa del incremento de la incertidumbre relacionada con la intensificación de las tensiones presentes en los mercados financieros de la zona del euro se han traducido en un empeoramiento sustancial de la confianza empresarial y de los consumidores, un acusado descenso de las cotizaciones bursátiles en los países de la zona del euro y un endurecimiento de las condiciones de financiación para hogares y sociedades no financieras en distintos países. Debido a que la demanda externa también se debilitó en 2011, no se espera que los factores externos compensen el efecto adverso de estos factores internos a corto plazo. 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 durante 2012 y que mejore ligeramente en 2013. Con todo, se prevé que la recuperación se vea frenada por la reestructuración de los balances que está teniendo lugar en muchos sectores y por las desfavorables condiciones de financiación vigentes en muchos países de la zona del euro durante el horizonte temporal de las proyecciones. Al mismo tiempo, se espera que la recuperación se vea apoyada por una mejora de la demanda mundial y por una bajada de los precios de la energía y de los alimentos que refuerce las rentas reales, además de por el impulso favorable que sobre la demanda interna tendrán el muy bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. En conjunto, se estima que la recuperación será muy lenta. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento anual del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo de entre el 1,5% y el 1,7% en 2011, el -0,4% y el 1,0% en 2012 y el 0,3% y el 2,3% en 2013.

De forma más detallada, se proyecta que el crecimiento del consumo privado de la zona del euro sea bastante moderado hasta mediados de 2012, principalmente como resultado de la debilidad del patrón de crecimiento de la renta real disponible, y que a partir de entonces repunte ligeramente. El crecimiento de la renta nominal disponible se verá afectado por la atonía del crecimiento del empleo, conjuntamente con la moderación de los incrementos salariales y de las transferencias de renta, que se espera que sean restringidos como consecuencia del endurecimiento de las medidas de política fiscal introducidas en muchos de los países de la zona del euro. Aunque el efecto adverso de anteriores subidas de los precios de las materias primas ha moderado la renta real disponible, se espera que las presiones sobre estos precios disminuyan, lo que representará un apoyo progresivo para la dinámica de la renta real disponible. La tasa de ahorro de la zona del euro se mantendrá prácticamente sin variación respecto del nivel actual durante el resto del horizonte temporal de las proyecciones. Lo que refleja la estimación de que el impacto al alza esperado en la tasa de ahorro asociado al aumento de la incertidumbre y el descenso de la confianza se verán compensados en términos generales por una necesidad de reducir el ahorro a fin de normalizar el consumo, en vista de la debilidad de la evolución de la renta real. Como consecuencia de la expansión solo gradual del empleo, la tasa de paro de la zona del euro aumentará ligeramente durante 2012 y a partir de entonces descenderá paulatinamente.

Según las proyecciones, la inversión privada no residencial de la zona del euro se verá afectada como resultado del mantenimiento de unas condiciones de financiación desfavorables en varios países de la zona del euro, en un entorno de elevada incertidumbre. Se prevé un estancamiento a corto plazo y una recuperación gradual durante el resto del horizonte temporal contemplado, apoyada por el fortalecimiento del crecimiento de las exportaciones, un repunte moderado de la demanda interna y una rentabilidad moderada sostenida. Se espera que el crecimiento de la inversión residencial sea incluso más lento, debido a los ajustes que se están realizando en el mercado de la vivienda de algunos países de la zona del euro, que se reflejan también en el ritmo muy moderado de la evolución de los precios de la vivienda. La inversión pública descenderá sustancialmente en 2011 y 2012 y se estabilizará en 2013, como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal anunciadas en varios países de la zona del euro.

En consonancia con el patrón de demanda externa, el ritmo de crecimiento de las exportaciones se ralentizará a corto plazo y posteriormente recobrará un impulso gradual durante el curso de 2012. Se proyecta una trayectoria similar para el crecimiento de las importaciones. En conjunto, como consecuencia del ligero aumento del crecimiento de las exportaciones desde principios de 2012, se espera que la demanda exterior neta aporte una contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Cuadro 1: Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) ^{1) 2)}

	2010	2011	2012	2013
IACP	1,6	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2
PIB real	1,8	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3
Consumo privado	0,8	0,3 – 0,5	-0,4 – 0,6	0,0 – 1,8
Consumo público	0,5	-0,3 – 0,5	-0,5 – 0,7	-0,3 – 1,3
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,6 – 2,4	-1,6 – 1,8	-0,5 – 4,3
Exportaciones (bienes y servicios)	10,8	5,4 – 7,2	0,3 – 6,1	2,1 – 8,9
Importaciones (bienes y servicios)	9,2	4,0 – 5,4	-0,5 – 5,1	1,7 – 8,1

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.

2) Las proyecciones relativas a 2011 incluyen a Estonia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para 2011 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Estonia ya en 2010.

Se estima que la crisis ha afectado negativamente al crecimiento potencial, aunque la magnitud exacta de ese impacto sigue siendo muy incierta. Es probable que la continua debilidad de la actividad reduzca en mayor medida el crecimiento del producto potencial. No obstante, teniendo en cuenta la debilidad de las perspectivas de crecimiento, la brecha de producción se ampliará en 2012 y se estrechará ligeramente en 2013.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

De acuerdo con las proyecciones, la tasa media de inflación interanual medida por el IACP de la zona del euro se mantendrá durante el primer trimestre de 2012 por encima del 2%, debido a las anteriores subidas de los precios de las materias primas y, en parte, al aumento de los impuestos indirectos y se espera que más adelante se modere considerablemente. Este patrón refleja en gran parte un acusado descenso de la contribución de los precios de la energía, como consecuencia de la disminución gradual del impacto de anteriores subidas de los precios del petróleo y del supuesto de que los precios del crudo seguirán bajando a lo largo del horizonte temporal considerado. Se espera que el incremento de los precios de los alimentos se modere a partir de mediados de 2012, una vez que las actuales presiones latentes hayan pasado. Por último, la inflación medida por el IACP excluidos los alimentos y la energía aumentará ligeramente, como reflejo de la relativa debilidad de la demanda interna y de la contención de los costes laborales. Se estima que la tasa media de inflación medida por el IACP se situará en un intervalo comprendido entre el 2,6% y el 2,8% en 2011, entre el 1,5% y el 2,5% en 2012 y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013.

De forma más detallada, las presiones externas sobre los precios se han relajado y se espera que registren una caída acusada a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones, debido principalmente a la estabilización o a la bajada de los precios de las materias primas. La tasa media de crecimiento interanual del deflador de las importaciones, que alcanzó un máximo a principios de 2011, registrará un marcado descenso en 2012 y disminuirá algo más en 2013, debido en parte a la ralentización del ritmo de crecimiento del comercio internacional y al descenso de la inflación mundial. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se espera que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se reduzca en el primer semestre de 2012, en gran parte como consecuencia del impacto de los pagos extraordinarios realizados en el primer semestre de 2011. La tasa de crecimiento interanual de remuneración por asalariado repuntará en el segundo semestre de 2012, estabilizándose posteriormente. Esta trayectoria refleja el impacto de factores compensatorios. Por una parte, los pasados incrementos de la inflación de los precios de consumo podrían generar presiones al alza. Por otra parte, se espera que la ralentización generalizada de la actividad económica y la persistente debilidad de la situación del mercado de trabajo ejerzan presiones a la baja sobre los salarios. Teniendo en cuenta la inflación bastante elevada de los precios de consumo de este año, se estima que la remuneración real por asalariado descenderá en 2011 y 2012 y se recuperará ligeramente a partir de entonces. El crecimiento de los costes laborales unitarios se incrementará ligeramente en 2012 y descenderá posteriormente. Este perfil refleja

una caída cíclica del crecimiento de la productividad en 2012 —debido a que el crecimiento de la actividad se debilita sustancialmente y el crecimiento del empleo se ajusta solo parcialmente— y un incremento posterior durante 2013. Se espera que el crecimiento de los márgenes siga siendo bajo en 2011 y 2012, como consecuencia del descenso de la demanda agregada y del aumento de los costes laborales unitarios. De acuerdo con las proyecciones, los márgenes se recuperarán en 2013 a medida que se recobre la actividad. El incremento de los precios administrados y de los impuestos indirectos contribuirá sustancialmente a la inflación medida por el IAPC en 2011 y en 2012, como consecuencia del proceso de consolidación fiscal que está teniendo lugar en varios países de la zona del euro, y se espera que su impacto sea menor en 2013, si bien ello refleja, en parte, la falta de información detallada sobre las medidas fiscales proyectadas para ese año.

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2011, el intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2011 se ha estrechado, y el proyectado para 2012 se ha revisado significativamente a la baja. Estas revisiones reflejan principalmente el efecto sobre la demanda interna del empeoramiento de la confianza y de las condiciones de financiación, vinculado con el aumento de la incertidumbre en relación con la crisis de deuda soberana y de las correcciones a la baja de la demanda externa. El endurecimiento adicional de la política fiscal y de las condiciones de financiación en algunos países de la zona del euro ha determinado también las correcciones a la baja de las perspectivas de crecimiento a medio plazo del PIB real. Los intervalos relativos a la inflación medida por el IAPC para 2011 y 2012 se han ajustado ligeramente al alza, como consecuencia del impacto al alza de la subida de los precios del petróleo en euros y de una mayor contribución de los impuestos indirectos. Se espera que el impacto al alza de estos factores compense con creces el de los ajustes de los márgenes y el del crecimiento de los salarios, que están relacionados con la revisión a la baja de la actividad.

Cuadro 2: Comparación con las proyecciones de septiembre de 2011

(tasas medias de variación anuales)

	2011	2012
PIB real – Septiembre de 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2
PIB real – Diciembre de 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0
IAPC – Septiembre de 2011	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2
IAPC – Diciembre de 2011	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5

Recuadro 2

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas organizaciones internacionales e instituciones privadas han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, 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 (véase el cuadro que figura a continuación).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,6% en 2011, entre el 0,2% y el 1,1% en 2012 y entre el 1,3% y el 1,6% en 2013. Todas estas previsiones se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema o dan unos resultados muy próximos.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones estiman que la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, entre el 1,5% y el 1,8% en 2012 y entre el 1,2% y el 1,8% en 2013. Todas las previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema o en valores muy próximos. Las previsiones para 2012 están en la mitad inferior del intervalo de proyección de los expertos del Eurosistema.

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	2013	2011	2012	2013
FMI	Septiembre 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Noviembre 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OCDE	Noviembre 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Comisión Europea	Noviembre 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Diciembre 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, septiembre de 2011; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2011; Consensus Economic Forecasts; 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 Eurosistema 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, 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.