



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 24 de mayo de 2012, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. Partiendo del supuesto de que la crisis financiera no se intensifique, las proyecciones indican que el crecimiento del PIB real se recuperará gradualmente durante el horizonte temporal contemplado, como consecuencia del fortalecimiento de la demanda externa y de un crecimiento gradual de la demanda interna. Se espera que la recuperación de la demanda interna se vea apoyada en mayor medida por el efecto favorable de los niveles muy bajos de los tipos de interés a corto plazo y por un descenso de la inflación de la energía y de los alimentos que aumente las rentas reales. Asimismo, las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero deberían respaldar la demanda interna. No obstante, se espera que la recuperación de la actividad se vea frenada por la reestructuración de los balances que está teniendo lugar en muchos sectores. 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 2,0% en 2013.

Se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situará en promedio entre el 2,3% y el 2,5% en 2012, como reflejo de las presiones de los elevados precios de la energía, del menor tipo de cambio del euro y de las subidas de los impuestos indirectos. A medida que desaparezca gradualmente el efecto de los elevados precios de las materias primas, se espera un descenso de la inflación, que se situaría, en promedio, en un intervalo comprendido entre el 1,0% y el 2,2% en 2013. De acuerdo con las proyecciones, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá generalmente estable en 2012 y en 2013, ya que los incrementos esperados de los impuestos indirectos y de los precios administrados deberían compensar las presiones resultantes de la debilidad de la demanda interna y los moderados incrementos 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 15 de mayo de 2012<sup>1</sup>. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un 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 0,8% en 2012 y del 0,7% 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 4,2% en 2012 y del 4,5% 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 corto plazo se mantengan generalmente sin variación durante el horizonte de las proyecciones, y que los aplicados a los préstamos a largo plazo se incrementen ligeramente en 2013. Se estima que las condiciones crediticias en el conjunto de la zona del

<sup>1</sup> 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 projection exercises» (BCE, junio de 2001), 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 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.

euro afectarán negativamente a la actividad en 2012 y que su influencia será neutra en 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 114,6 dólares estadounidenses en 2012 y 107,9 en 2013. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses descenderán en 8,0% en 2012 y se incrementarán en 1,6% 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 1,30 en 2012 y en 2013. En promedio, el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará en un 4,4% en 2012 y en un 0,3% 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 24 de mayo de 2012, 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 no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2013 y, a partir de entonces, experimentarán una evolución acorde con la actividad económica mundial.

## ENTORNO INTERNACIONAL

En el horizonte temporal de las proyecciones, se estima que la actividad económica mundial experimentará una aceleración gradual, respaldada por una mejora de las condiciones de financiación en un entorno de políticas monetarias acomodaticias. Asimismo, la reconstrucción y la normalización de las perturbaciones de la cadena de producción tras los desastres naturales ocurridos en Japón y Tailandia deberían también suponer un impulso para la actividad mundial en 2012. A medio plazo, se espera que el ritmo de crecimiento en el entorno exterior de la zona del euro se vea frenado por la debilidad considerable de los mercados de trabajo y de la vivienda, además de por la necesidad de sanear en mayor medida 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 al crecimiento económico mundial. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro descenderá desde el 4,1% registrado en 2011 hasta el 3,8% en 2012, y repuntará hasta el 4,3% en 2013. El crecimiento de la demanda exterior en la zona del euro será del 4,0% en 2012 y del 6,4% en 2013.

## PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real de la zona del euro se estancó en el primer trimestre de 2012, tras un descenso del 0,3% en el cuarto trimestre de 2011. Se estima que el crecimiento del PIB real se debilitará en el segundo trimestre de este año. La fragilidad de la actividad observada recientemente se debe principalmente a la debilidad de la demanda interna, consecuencia de los efectos adversos combinados de la crisis de deuda soberana de la zona del euro en la confianza empresarial y de los consumidores, los altos precios del petróleo, de las restrictivas condiciones de oferta de crédito y el endurecimiento de la orientación de la política fiscal en algunos países de la zona del euro.

Respecto al futuro, en el supuesto de que la crisis financiera no se intensifique, se espera que el crecimiento del PIB real repunte durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. La recuperación refleja la aceleración del crecimiento del comercio mundial y, por tanto, de la demanda exterior, así como un fortalecimiento gradual de la demanda interna. Por su parte, la demanda interna estará respaldada por los niveles muy bajos de los tipos de interés a corto plazo y por el efecto favorable de un descenso de la inflación de la energía y de los alimentos en la renta real disponible de los hogares.

Asimismo, las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero deberían impulsar la demanda interna. En conjunto, es probable que la recuperación se vea en gran parte atenuada, en términos de la experiencia histórica, debido a la necesidad de reestructuración de los balances en los sectores público y privado que sigue existiendo en varios países de la zona del euro. Se estima que la tasa de crecimiento interanual del PIB real de la zona del euro se situará entre el -0,5% y el 0,3% en 2012 y entre el 0,0% y el 2,0% en 2013.

De forma más detallada, el crecimiento de las exportaciones fuera de la zona del euro cobrará impulso durante el horizonte temporal de las proyecciones, debido principalmente al fortalecimiento de la demanda exterior y a los efectos de los aumentos conseguidos de la competitividad de los precios de exportación. Se estima que las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro, que han registrado una recuperación recientemente, se estabilizarán durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Según las proyecciones, la inversión privada no residencial de la zona del euro seguirá descendiendo en el corto plazo, pero se recuperará posteriormente, durante el horizonte de las proyecciones, impulsada por el fortalecimiento de la demanda, los bajos niveles de los tipos de interés y la mejora de los márgenes. La inversión en vivienda se recuperará ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones. Los ajustes que se están produciendo en el mercado de la vivienda de algunos países de la zona del euro siguen obstaculizando la recuperación de la inversión residencial. Con todo, esta evolución adversa se ve compensada 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 debería verse estimulada también por los bajos tipos de interés hipotecarios. La inversión pública descenderá asimismo durante el horizonte temporal de las proyecciones, como se indica en los programas de consolidación fiscal de varios países de la zona del euro.

Se espera que el consumo privado siga siendo moderado durante 2012, ya que el acusado descenso de la renta real disponible que se proyecta solo se verá compensado en parte por una reducción de la ratio de ahorro, como reflejo de un suave ajuste temporal del consumo. El notable descenso de la renta real disponible es 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. De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado experimentará un incremento moderado en 2013, principalmente como consecuencia de una recuperación de la renta real disponible, a medida que desaparezca el efecto adverso de los factores mencionados anteriormente, y deberá verse respaldado asimismo por una relajación de las presiones de los precios de las materias primas. El consumo público en términos reales se mantendrá generalmente estable en 2012 y en 2013.

El ritmo de crecimiento de las importaciones desde países no pertenecientes a la zona del euro cobrará impulso durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirá afectado por la debilidad de la demanda interna. Como consecuencia del repunte del 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 abarcado por las proyecciones.

## Cuadro 1 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

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

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.

Se estima que la crisis actual ha afectado negativamente al crecimiento potencial, aunque la magnitud exacta del impacto sigue siendo muy incierta. Es probable que la continuada debilidad del empleo y de la inversión reduzca aún más el crecimiento del producto potencial. Sin embargo, teniendo en cuenta la debilidad de las perspectivas de crecimiento, la brecha de producción todavía se ampliará en 2012 y sólo se estrechará ligeramente en 2013.

### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Se estima que la tasa media de inflación medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 2,3% y el 2,5% en 2012. Este nivel relativamente elevado refleja los efectos de las subidas de los precios del petróleo, el impacto de la bajada del tipo de cambio del euro y el incremento de los impuestos indirectos. La inflación descenderá considerablemente, situándose en promedio entre el 1,0% y el 2,2% en 2013. Esta desaceleración de la inflación estará determinada principalmente por la evolución esperada del componente energético. Puesto que se estima que los precios del petróleo descenderán gradualmente a lo largo del horizonte temporal de las proyecciones y que desaparecerá de la tasa interanual de inflación el impacto de anteriores subidas, se prevé que la contribución de los precios de la energía a la inflación descenderá en 2013. La contribución del componente de los alimentos también descenderá, aunque bastante menos. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá generalmente estable en 2012 y 2013, debido a que las subidas esperadas de los impuestos indirectos y de los precios administrados ejercen presiones al alza sobre la inflación, compensando las presiones a la baja derivadas de la debilidad de la demanda interna y de la moderación del incremento de los costes laborales.

Más específicamente, las presiones inflacionistas externas se intensificaron entre finales del año pasado y principios de este año, debido a la subida de los precios del petróleo y al descenso del tipo de cambio del euro. No obstante, los supuestos técnicos adoptados en relación con los tipos de cambio y los precios de las materias primas indican que estas presiones externas deberían relajarse durante el horizonte temporal de las proyecciones. Por otra parte, la tasa de crecimiento interanual del deflactor de las importaciones estará sujeta a importantes efectos de base a la baja, dado que los incrementos del año pasado desaparecerán de la comparación interanual; por tanto, se espera que su crecimiento anual registre un acusado descenso durante el horizonte temporal de las proyecciones. 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 ligeramente en 2012 y algo más en 2013, como consecuencia del deterioro de las condiciones del mercado de trabajo. Teniendo en cuenta el elevado nivel de la tasa media de inflación en 2012, se estima que la remuneración real por asalariado descenderá y se espera que repunte en 2013, como reflejo del descenso proyectado de la tasa de inflación, si bien su crecimiento será inferior al de la

productividad durante todo el período contemplado por las proyecciones. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios repuntará en 2012, como consecuencia de las debilidades cíclicas del crecimiento de la productividad y posteriormente se moderará en 2013, a medida que la productividad se recupere y las presiones salariales se mantengan contenidas. Se espera que los márgenes descendan en 2012, compensando el acusado incremento de los costes laborales unitarios, en un contexto de moderación de la demanda agregada. De acuerdo con las proyecciones, en 2013 se producirá un repunte de los márgenes, como consecuencia de un menor crecimiento de los costes laborales unitarios, debido a un fortalecimiento del crecimiento de la productividad y a una recuperación de la demanda. Debido a la consolidación fiscal que está teniendo lugar en muchos países de la zona del euro, se espera que la contribución de los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos a la inflación medida por el IACP sea superior a la media histórica tanto en 2012 como en 2013.

## COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DE 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de marzo de 2012, el intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2012 se ha mantenido inalterado, mientras que el proyectado para 2013 se ha estrechado ligeramente. Los intervalos de la inflación medida por el IACP para 2012 y 2013 se han estrechado.

### Cuadro 2 Comparación con las proyecciones de marzo de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	2012	2013
PIB real – Marzo 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
PIB real – Junio 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
IAPC – Marzo 2012	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
IAPC – Junio 2012	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

### Recuadro 2

#### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado 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 descenderá entre un 0,1% y un 0,4% en 2012. Estas previsiones se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se prevé que en 2013, el PIB real se incremente entre un 0,8% y un 1,0%, lo que también se encuadra en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

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 2,0% y el 2,4% en 2012. Estas previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

En 2013, la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 1,6% y el 1,9%, lo que también son acordes los intervalos estimados en las proyecciones 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	
		2012	2013	2012	2013
FMI	Abril 2012	-0,3	0,9	2,0	1,6
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2012	-0,2	1,0	2,3	1,8
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2012	-0,4	0,8	2,4	1,8
OCDE	Mayo 2012	-0,1	0,9	2,4	1,9
Comisión Europea	Mayo 2012	-0,3	1,0	2,4	1,8
Proyecciones de los expertos del Eurosistema.	Junio 2012	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2012; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2012; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2012; 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 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, 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.