



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 23 de noviembre de 2012, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro.<sup>1</sup> Tras un leve descenso de la actividad en el tercer trimestre de 2012, el PIB real seguirá reduciéndose ligeramente a corto plazo. Esta perspectiva a corto plazo es consecuencia de la debilidad de la demanda externa y de los efectos combinados adversos que ejerce sobre la demanda interna el frágil clima económico relacionado con las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro, la consolidación fiscal, los elevados precios de las materias primas y el desapalancamiento del sector privado. Suponiendo que las tensiones en los mercados financieros no sigan intensificándose, el PIB real se recuperará modestamente en 2013, apoyado por el efecto favorable en las exportaciones de la recuperación de la demanda externa y la mejora de la competitividad en términos de costes, el efecto favorable en la demanda privada interna de la orientación acomodaticia de la política monetaria y el impacto positivo en la renta real disponible de un descenso de la inflación, debido principalmente a la bajada de los precios de los alimentos y las materias primas. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el -0,6 % y el -0,4 % en 2012, entre el -0,9 % y el 0,3 % en 2013, y entre el 0,2 % y el 2,2 % en 2014.

La inflación medida por el IAPC en la zona del euro se reducirá durante el horizonte temporal considerado. La tasa media de inflación general medida por el IAPC se situará en torno al 2,5 % en 2012, y entre el 1,1 % y el 2,1 % en 2013 y el 0,6 % y el 2,2 % en 2014. Este descenso estará determinado por la desaceleración de los componentes de alimentos y energía, como consecuencia de la bajada de los precios de las materias primas. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá en general estable durante el horizonte de las proyecciones.

### 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 noviembre de 2012. 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 0,6 % en 2012, el 0,2 % en 2013 y el 0,3 % 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 3,8 % en 2012, el 3,6 % en 2013 y el 4,0 % en 2014. 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 y a largo plazo toquen fondo en 2013 y aumenten de manera gradual posteriormente. Se prevé que las condiciones de oferta de

<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 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

crédito afecten negativamente a la actividad económica de la zona del euro en 2012 y 2013 y sean relativamente 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 111,7 dólares estadounidenses en 2012, 105,0 en 2013 y 100,5 en 2014. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses se reducirán previsiblemente en un 7,5 % en 2012 y un 1,5 % en 2013, y aumentarán un 3,3 % en 2014.<sup>1</sup>

Partiendo del supuesto de que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte temporal de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se proyecta que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se sitúe en 1,28 durante todo el horizonte considerado. En promedio, el tipo de cambio efectivo del euro se depreciará en un 5,5 % en 2012 y un 0,9 % 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 23 de noviembre 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.

<sup>1</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 referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el último trimestre de 2013 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

## ENTORNO INTERNACIONAL

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente desde el 3,7 % registrado en 2012 hasta el 3,8 % en 2013 y el 4,5 % en 2014. Tras una pérdida de impulso en el segundo trimestre de 2012, los datos recientes sobre el PIB en algunas regiones apuntan a una modesta recuperación de la actividad económica mundial hacia finales de año. A medio plazo, se prevé que el ritmo de crecimiento de la economía mundial se vea frenado por un reequilibrio sectorial limitado en las economías avanzadas y la necesidad de proseguir el saneamiento de los balances de los sectores público y privado de esas economías. Pese a los progresos realizados en algunos ámbitos, particularmente el mercado de la vivienda de Estados Unidos, los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados en algunas de las principales economías avanzadas. En los mercados emergentes, el crecimiento se ha moderado como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa y de los efectos del anterior endurecimiento de las políticas. Se espera que la relajación de la política monetaria en los últimos meses, junto con las medidas de estímulo fiscal adoptadas en algunos países y la mejora de las condiciones financieras, apoyen una recuperación gradual del crecimiento en las economías emergentes. El comercio mundial será débil a corto plazo y se recuperará gradualmente durante el próximo año. En términos de tasas de crecimiento anual, la demanda exterior de la zona del euro crecerá un 3,4 % en 2012, un 3,7 % en 2013 y un 6,8 % en 2014.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El PIB real de la zona del euro se redujo en un 0,1 % en el tercer trimestre de 2012, tras descender un 0,2 % en el trimestre anterior y estancarse en el primero. La demanda interna se contrajo en los tres primeros trimestres de 2012, y se produjo una depresión del consumo privado como consecuencia de la debilidad de la renta real disponible. Asimismo, la frágil confianza de los consumidores, en el contexto de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro y el creciente desempleo, parecen haber impedido una evolución más suave del consumo. El nivel bajo con tendencia descendente de la utilización de la capacidad, el empeoramiento de las perspectivas de la demanda, la elevada incertidumbre y las condiciones de oferta de crédito adversas en algunos países han deprimido la inversión empresarial. Las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento en los tres primeros trimestres de 2012, aunque esta evolución estuvo motivada fundamentalmente por el débil crecimiento de las

importaciones. Debido a los continuados efectos adversos de estos factores, se prevé que el PIB real siga reduciéndose a corto plazo.

A más largo plazo, en el supuesto de que las tensiones en los mercados financieros no sigan intensificándose, se espera que el PIB real de la zona del euro se estabilice en el primer semestre del próximo año y se recupere gradualmente a partir de entonces. En 2013, el repunte gradual de las exportaciones, apoyado por la evolución de la demanda externa y la mejora de la competitividad, probablemente contribuirán de manera positiva al crecimiento del PIB real, dado que las importaciones seguirán siendo moderadas en un contexto de debilidad general de la demanda. La recuperación también se verá apoyada por el impacto favorable en la demanda privada interna de la orientación acomodaticia de la política monetaria y por el efecto positivo en la renta real disponible del descenso de la inflación debido a la disminución de los precios de los alimentos y las materias primas. Sin embargo, se prevé que los efectos adversos en la demanda interna de la elevada incertidumbre, la consolidación fiscal y las necesidades de desapalancamiento que siguen existiendo en algunos países disminuyan solo de manera gradual durante el horizonte de las proyecciones. En conjunto, se estima que la recuperación prevista seguirá siendo débil en términos históricos. En tasas medias anuales, el PIB real de la zona del euro experimentará un crecimiento de entre el -0,6 % y el -0,4 % en 2012, entre el -0,9 % y el 0,3 % en 2013 y entre el 0,2 % y el 2,2 % en 2014.

De forma más detallada, el crecimiento de las exportaciones fuera de la zona del euro será débil en el segundo semestre de 2012 y se intensificará posteriormente, debido al fortalecimiento gradual de la demanda exterior. Tras un reciente repunte, las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se reducirán ligeramente en 2013 y 2014, retomando así su tendencia a la baja a largo plazo. Las exportaciones dentro de la zona del euro crecerán mucho más despacio que las exportaciones fuera de ella, como consecuencia de la relativa debilidad de la demanda interna dentro de la zona.

La inversión privada no residencial de la zona del euro experimentará una drástica reducción a corto plazo, debido a la elevada incertidumbre, la débil confianza empresarial, la baja utilización de la capacidad, las desfavorables perspectivas de demanda y las condiciones de oferta de crédito adversas existentes en algunos países. Se prevé que se recupere posteriormente durante el horizonte de las proyecciones, impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna y externa, los niveles muy bajos de los tipos de interés y la mejora de los indicadores de márgenes. Es probable que la reestructuración de los balances en curso, la incertidumbre relacionada con las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro y las desfavorables condiciones de financiación en algunos países de la zona sigan frenando la recuperación prevista de la inversión empresarial en el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. La inversión residencial seguirá reduciéndose durante todo ese horizonte, a causa del débil crecimiento de la renta disponible, la frágil confianza de los consumidores y, posiblemente, los ulteriores ajustes en los mercados de la vivienda en algunos países. Se prevé que estos efectos adversos neutralicen con creces el 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 hasta finales de 2014, como consecuencia de los programas de consolidación fiscal adoptados en varios países de la zona del euro.

## Cuadro 1 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2011	2012	2013	2014
IAPC <sup>2)</sup>	2,7	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2
PIB real	1,5	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2
Consumo privado	0,1	-1,2 – -1,0	-1,1 – -0,1	-0,4 – 1,4
Consumo público	-0,2	-0,6 – 0,2	-1,2 – 0,0	-0,4 – 1,2
Formación bruta de capital fijo	1,6	-4,2 – -3,4	-4,2 – -1,0	-1,0 – 3,6
Exportaciones (bienes y servicios)	6,5	2,1 – 3,7	-0,4 – 5,0	2,0 – 8,6
Importaciones (bienes y servicios)	4,3	-1,1 – 0,3	-1,7 – 3,7	1,7 – 7,7

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) El intervalo nulo indicado para 2012 se debe al redondeo.

El consumo privado seguirá reduciéndose a corto plazo, como reflejo del acusado descenso de la renta real disponible, que solo se verá compensado parcialmente por una pronunciada disminución de la tasa de ahorro, debido a que los hogares tratarán de suavizar su consumo. La debilidad de la renta real disponible responde a una drástica caída del empleo y un aumento de los precios de consumo superior al de la remuneración nominal por asalariado, a las medidas de consolidación fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro y a la debilidad de las rentas no salariales. De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado se estabilizará a lo largo de 2013, como consecuencia de una moderada recuperación de la renta real disponible, que podrá atribuirse a la desaparición gradual de los efectos adversos de la consolidación fiscal y las reducciones de empleo y a los efectos beneficiosos sobre las rentas reales de la relajación de las presiones de los precios de las materias primas. En 2014, el consumo privado se recuperará moderadamente, debido al repunte de las rentas del trabajo a medida que la situación de los mercados de trabajo vaya mejorando. Sin embargo, el aumento gradual de la tasa de ahorro a partir de principios de 2013, motivado por la débil situación de los mercados de trabajo y la corrección de los anteriores patrones de suavización del consumo de los hogares, frenará la recuperación del consumo privado. El consumo público descenderá en 2012 y 2013, debido a los esfuerzos de consolidación fiscal, y aumentará moderadamente en 2014.

Se estima que las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro se hayan reducido en el segundo semestre de este año y repunten durante 2013, aunque seguirán estando limitadas por la debilidad de la demanda total. Como consecuencia del crecimiento más vigoroso de las exportaciones, junto con la débil evolución de las importaciones, se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al crecimiento del PIB durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Aunque se prevé que la débil evolución de la actividad económica en los últimos años haya afectado negativamente al crecimiento potencial, la magnitud exacta de ese impacto sigue siendo muy incierta. Es probable que la continuada debilidad del empleo y la inversión reduzca aún más el crecimiento del producto potencial. Teniendo en cuenta las endeble perspectivas de crecimiento del PIB real, la brecha de producción negativa se ampliará en 2012 y 2013, y sólo se estrechará ligeramente en 2014.

### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

La inflación general medida por el IAPC experimentará un descenso desde una tasa media de en torno al 2,5 % en 2012 hasta un intervalo comprendido entre el 1,1 % y el 2,1 % en 2013 y entre el 0,6 % y el

2,2 % en 2014. La caída de la inflación en 2013 se debe principalmente al fuerte descenso proyectado de la inflación de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los alimentos. El descenso de la inflación de los precios de la energía se debe principalmente a la disminución esperada del impacto de las anteriores subidas de los precios del petróleo y al supuesto de que estos se reducirán gradualmente a lo largo del horizonte temporal considerado. Similarmente, el descenso de la inflación de los precios de los alimentos es consecuencia del supuesto de que los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias se moderarán ligeramente durante el horizonte de las proyecciones, mientras que el impacto de sus recientes subidas disminuirá. Por el contrario, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se mantendrá en general estable. La aparente ausencia de un comportamiento cíclico de esta medida de la inflación se debe a la distinta evolución de los factores subyacentes. En 2012 y 2013, se prevé que las subidas de los impuestos indirectos y los precios administrados ejerzan presiones al alza sobre la inflación subyacente, compensando las presiones a la baja derivadas de la débil demanda interna. En 2014, debido en parte a la escasa información actualmente disponible en relación con ese año, se estima que las subidas de los impuestos tendrán efectos limitados, al tiempo que un estrechamiento gradual de la brecha de producción, como consecuencia del repunte de la actividad, debería contener en menor medida las subidas de los precios.

Las presiones de los precios externos se han intensificado ligeramente en los últimos meses, como resultado de los aumentos de los precios del petróleo y las materias primas alimentarias. Teniendo en cuenta el supuesto de que los precios de las materias primas descenderán durante el horizonte temporal de las proyecciones, se estima que la tasa media de variación anual del deflactor de las importaciones se reducirá drásticamente en 2013 y también en 2014. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantendrá en general estable en 2013 y 2014. El crecimiento de los costes laborales unitarios repuntará este año y se mantendrá en niveles elevados en 2013, debido a un aumento de los salarios mayor que la productividad, mientras que en 2014 se reducirá como consecuencia de un aumento cíclico de la productividad. Los márgenes de beneficios se reducirán en 2012 y también en 2013, compensando los incrementos más acusados de los costes laborales unitarios, en un entorno de debilidad de la demanda. Posteriormente, el descenso de los costes laborales unitarios y la mejora de las condiciones económicas respaldarán la recuperación de los márgenes.

## COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2012

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2012, el límite superior del intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2012 ha sido revisado a la baja debido al debilitamiento de las perspectivas a corto plazo. El intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2013 también ha sido corregido a la baja, debido al impacto sobre la demanda interna de las medidas adicionales de consolidación fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro y a los efectos adversos de la menor demanda exterior en el crecimiento de las exportaciones. Las proyecciones también reflejan una evaluación más negativa de los efectos de la elevada incertidumbre relacionada con las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro en la demanda interna y, en particular, en la formación de capital fijo. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2012 se ha estrechado y el correspondiente a 2013 se ha revisado a la baja, debido a la anterior apreciación del euro y al descenso de los precios del petróleo en dólares estadounidenses.

## Cuadro 2: Comparación con las proyecciones de septiembre de 2012

(tasas medias de variación anuales)

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
PIB real – Septiembre 2012	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
PIB real – Diciembre de 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3
IAPC – Septiembre 2012	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5
IAPC – Diciembre 2012	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1

## 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, el PIB real de la zona del euro disminuirá entre un 0,4 % y un 0,5 % 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 -0,1 % y un +0,3 %, lo que coincide con la mitad superior del intervalo de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se prevé que en 2014 el PIB real se incremente entre un 1,2 % y un 1,4 %, 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 apuntan a una inflación media anual medida por el IAPC de entre el 2,3 % y el 2,5 % en 2012. Estas previsiones son ligeramente inferiores a las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En 2013 y 2014, la inflación medida por el IAPC se situará en promedio entre el 1,6 % y el 1,9 % y entre el 1,2 % y el 1,9 % respectivamente, previsiones que se encuadran, para ambos años, dentro de los intervalos proyectados por 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	2014	2012	2013	2014
FMI	Oct. 2012	-0,4	0,2	1,2	2,3	1,6	1,4
Encuesta a expertos en previsión económica	Nov. 2012	-0,5	0,3	1,3	2,5	1,9	1,9
Consensus Economics Forecasts	Nov. 2012	-0,5	0,0	1,2	2,5	1,9	1,7
Barómetro de la Zona del Euro	Nov. 2012	-0,5	0,1	1,3	2,5	1,9	1,9
OCDE	Nov. 2012	-0,4	-0,1	1,3	2,4	1,6	1,2
Comisión Europea	Nov. 2012	-0,4	0,1	1,4	2,5	1,8	1,6
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Dic. 2012	-0,6 – -0,4	-0,9 – 0,3	0,2 – 2,2	2,5 – 2,5	1,1 – 2,1	0,6 – 2,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2012; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2012; 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 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 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 y sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.