



I EVALUACIÓN DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA

La elaboración de proyecciones precisas y fiables de las variables macroeconómicas fundamentales, incluidos el PIB real y la inflación, reviste especial importancia para los bancos centrales. En este artículo se analizan los resultados de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema desde su primera publicación en el año 2000. En conjunto, aunque el PIB de la zona del euro se ha sobreestimado, en promedio, la inflación medida por el IAPC ha tendido a subestimarse. Los errores en las proyecciones de ambas variables fueron significativamente más altos durante el reciente período de crisis, en especial durante la recesión de 2009. Aunque los fallos generales de las previsiones responden a múltiples factores, el análisis de los errores en los supuestos en los que éstas se basan sugiere que la evolución inesperada del precio del petróleo desempeñó un papel importante. Los resultados de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema son razonablemente comparables con los de otras instituciones internacionales y con los de expertos en previsión económica del sector privado. Si bien las proyecciones relativas al crecimiento del PIB real estuvieron básicamente en línea con las de otros expertos, el Eurosistema consiguió la mayor precisión relativa en sus proyecciones de la inflación medida por el IAPC.

INTRODUCCIÓN

Para muchos agentes económicos, incluidos los bancos centrales, es importante prever la evolución económica futura. Dado que la política monetaria tiene un efecto retardado en la economía, para los bancos centrales resulta fundamental disponer de las mejores proyecciones posibles sobre la evolución económica en los próximos años, en particular con referencia a las tasas de inflación y al crecimiento del PIB real. En este artículo se evalúan la precisión y la fiabilidad de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, y también se analizan las posibles fuentes de error. En este sentido se revisan los supuestos (técnicos) realizados para cada ejercicio de proyección, como los supuestos relativos al precio del petróleo o a la evolución del crecimiento económico mundial. Además, para evaluar su precisión relativa, los resultados de las proyecciones de los expertos del Eurosistema se miden en comparación con los de las proyecciones de otras instituciones internacionales y del sector privado. Este artículo se centra en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, publicadas en junio y en diciembre de cada año, con el fin de proporcionar la muestra más amplia posible y de facilitar comparaciones interinstitucionales, ya que su fecha de publicación es más cercana a la de las proyecciones de otras instituciones internacionales que la de las elaboradas por los expertos del BCE. El resto del artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se examinan las características principales del marco en el que se llevan a cabo actualmente las proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE; en la sección 3.1 se evalúan las proyecciones del Eurosistema, mientras que en la sección 3.2 se analizan las posibles causas de sus errores, prestando especial atención al papel que desempeñan los fallos en los supuestos; en la sección 4 se comparan los errores en las proyecciones del Eurosistema con los de las proyecciones de otros expertos, y en la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

CONCLUSIONES

Resulta extraordinariamente importante que el BCE publique proyecciones económicas que sean lo más precisas y fiables posible. En este artículo se analizan las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y se valora su precisión con referencia al crecimiento del PIB real de la zona del euro y a la inflación medida por el IAPC. Las proyecciones anuales se evalúan analizando los errores de predicción para el año en curso y a un año vista, cubriendo todos los ejercicios disponibles desde diciembre de 2000 hasta diciembre de 2012.

En conjunto, aunque el PIB de la zona del euro se ha sobreestimado, en promedio, la inflación medida por el IAPC ha tendido a subestimarse. La precisión de las proyecciones se deterioró después del comienzo de la crisis financiera mundial en 2008 y de la posterior recesión, lo que indica que predecir la actividad económica y la evolución de los precios es especialmente difícil en momentos de turbulencias. Aunque la exactitud de las proyecciones disminuyó claramente durante la crisis, los resultados obtenidos fueron razonablemente acertados en comparación con los de otras instituciones internacionales y expertos del sector privado. De hecho, el Eurosistema consiguió la mayor precisión relativa entre las instituciones en sus proyecciones de la inflación medida por el IAPC, tanto para el año en curso como a un año vista. Algunos factores, como los supuestos en los que se basan las proyecciones, podrían haber propiciado los fallos globales de predicción. Aunque está claro que las posibles fuentes de error son múltiples, parece que los errores de predicción del precio del petróleo fueron los que tuvieron un efecto más significativo en el error global. Si se hubiera previsto correctamente la evolución del precio del petróleo, se habrían reducido los errores en las proyecciones sobre el crecimiento del PIB de la zona del euro y, especialmente, sobre la inflación medida por el IAPC. Además, en los últimos años, los supuestos relativos a la política fiscal en concreto (por ejemplo, cambios en los impuestos indirectos) han sido una fuente de error considerable en las proyecciones sobre la inflación medida por el IAPC. Asimismo, la evolución inesperada del precio de los alimentos y las variaciones de los tipos de cambio que no se previeron del todo influyeron en los errores globales de predicción. Sin embargo, otros factores, como los errores en la proyección del producto potencial, también pueden haber tenido una influencia importante.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).

2 AJUSTES INTERNOS EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO: SITUACIÓN ACTUAL

Casi cinco años después del comienzo de la crisis financiera, algunos países de la zona del euro han corregido significativamente sus desequilibrios externos e internos. En este artículo se examinan los avances logrados hasta el momento en el proceso de ajuste, utilizando una serie de indicadores macroeconómicos y estructurales básicos, y se muestra que los ajustes realizados en el último lustro han sido considerables, aunque con cierta heterogeneidad entre países. Pese a estar impulsados, en gran medida, por la debilidad cíclica de la demanda interna, una parte de los ajustes han sido de carácter estructural y han estado respaldados por las políticas nacionales. En concreto, muchos países han iniciado un esperado proceso de reformas estructurales, cuyo posible resultado podría ser sustancial, en términos de aumento de la productividad, crecimiento y empleo, si dichas reformas se aplican adecuadamente. A pesar de estas mejoras, es obvio que el proceso de ajuste aun no se ha completado, sobre todo en relación con el desequilibrio de los saldos (por ejemplo, la reducción de las ratios de deuda). Por tanto, urge continuar acometiendo con determinación profundas reformas, especialmente en aquellos países con una agenda más exigente en términos de medidas de política económica y de ajustes económicos.

INTRODUCCIÓN

Desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM), los países de la zona del euro han experimentado una evolución macroeconómica muy diversa. Algunos países registraron un auge de la demanda externa y una mejora significativa de sus saldos por cuenta corriente durante el período anterior a la crisis de 2008-2009; estos hechos se vieron favorecidos por considerables ganancias de competitividad, como refleja, por ejemplo, la sustancial reducción de los costes laborales unitarios en relación con sus socios comerciales. En cambio, otros países sufrieron pérdidas de competitividad sostenidas, en general asociadas a crecientes déficits por cuenta corriente. En la mayoría de los países, las importantes y persistentes pérdidas de competitividad estuvieron relacionadas con el auge de la demanda interna, ya que los tipos de interés nominales disminuyeron significativamente y los consumidores, las empresas y las entidades de crédito mostraron un optimismo excesivo en cuanto a las rentas futuras y las perspectivas de beneficios. Esta situación se vio acompañada o intensificada en muchos casos por una orientación insuficientemente restrictiva de la política fiscal subyacente, aun cuando los indicadores presupuestarios (como el déficit o la ratio de deuda) estaban en línea con los criterios fiscales de Maastricht.

La excesiva demanda y el auge del crédito asociado se tradujeron en la acumulación de grandes saldos de deuda interna y externa en varios países de la zona del euro. En algunos casos, esto fue unido a una expansión insostenible de los mercados inmobiliarios. El precio de la vivienda casi se triplicó entre 1998 y 2007 en España e Irlanda, y en Grecia subió hasta más del doble. Por lo que respecta a la oferta, las entradas de capitales no se canalizaron suficientemente hacia la inversión en el sector de bienes comerciables, lo que hubiera generado los rendimientos necesarios para hacer frente a la deuda externa acumulada. El considerable recurso a la financiación mediante deuda, más que a la inversión exterior directa en capital, tendió a acentuar el problema de la amortización de la deuda. La falta de reformas ambiciosas para abordar las rigideces estructurales y las ineficiencias existentes causó un nuevo debilitamiento de la oferta y complicó el ajuste posterior.

La corrección de los desequilibrios macroeconómicos y de las vulnerabilidades estructurales comenzó en 2008; el ritmo de ajuste varió significativamente entre países y se aceleró tras la crisis de la deuda soberana de 2010. Entre 2010 y 2012, Grecia, Irlanda y Portugal suscribieron programas integrales de asistencia financiera de la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que requerían ajustes de política económica de gran alcance, incluidas reformas estructurales. España se acogió a un programa de asistencia financiera de la UE para la recapitalización de sus entidades financieras, y otros países vulnerables, como Italia, aplicaron una serie de medidas de consolidación fiscal y algunas reformas estructurales. Sin embargo, en algunos países, los ajustes han sido relativamente limitados hasta el momento, tanto en términos de desequilibrios subyacentes como de medidas aplicadas.

En este artículo se examinan los ajustes observados durante el período transcurrido hasta 2012 y se extraen algunas conclusiones en materia de política económica. Su estructura es la siguiente: en la sección 2 se describen los ajustes de los saldos por cuenta corriente y de la competitividad; en la sección 3 se aborda el ajuste de la deuda de los sectores público y privado; en la sección 4 se analiza el papel de las reformas estructurales en el proceso de ajuste; y en la sección 5 se concluye con algunas consideraciones de política económica.

CONCLUSIONES

En este artículo se ha examinado la evolución de los indicadores macroeconómicos y estructurales a lo largo de los cinco últimos años y se ha mostrado cómo se ha avanzado en el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos en algunos países. En concreto, los países que habían acumulado considerables pérdidas de competitividad han mejorado significativamente los saldos de su balanza por cuenta corriente, ayudados por los ajustes realizados en los costes laborales relativos y por el aumento de la cuota de mercado de las exportaciones. Parece que la mejora es de carácter cíclico y estructural y, por ende, puede esperarse que sea, en parte, sostenida.

En general, las mejoras estructurales conseguidas son alentadoras. Es preciso continuar con los esfuerzos para completar el proceso de ajuste, especialmente en lo que respecta a la reducción de los elevados niveles de deuda, y para sentar las bases de un crecimiento sólido y sostenible en el futuro. También se requieren medidas para lograr que disminuyan las elevadas tasas de desempleo, sobre todo el juvenil. Las reformas para reducir las rigideces estructurales de los mercados de trabajo serían una herramienta eficaz en términos de costes para tal fin. Además, las reformas de los mercados de productos que, hasta la fecha, puede que se hayan retrasado en varios países, son particularmente importantes para aumentar la competencia y permitir un ajuste flexible de los precios.

Aunque los esfuerzos son más necesarios en los países que continúan registrando los mayores desequilibrios, se precisan reformas en todos los países de la zona del euro, aunque de distinto grado y en diferentes áreas. Si no se cuenta con un programa de asistencia financiera completo, con la condicionalidad asociada, el proceso de ajuste debe ir respaldado por un marco de gobernanza económica reforzado a escala de la UE, en especial el procedimiento de desequilibrio macroeconómico. La aplicación efectiva de este marco a nivel nacional y de la UE es fundamental para garantizar una corrección ordenada de los desequilibrios existentes y prevenir su reaparición en el futuro.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

3 SALDOS EN TARGET Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Los flujos de grandes pagos transfronterizos entre entidades de crédito son una característica normal de una zona integrada financieramente. La liquidación de los pagos transfronterizos en la zona del euro en dinero de banco central genera saldos para cada banco central nacional (BCN): los saldos en TARGET. Estos saldos también reflejan la distribución descentralizada de la liquidez del banco central en el Eurosistema. Las comunidades bancarias de países que registran salidas netas de pagos necesitan más liquidez del banco central que las de otros países en los que se observan flujos de entrada de dinero de banco comercial. La distribución descentralizada de la liquidez del banco central dentro del Eurosistema proporciona estabilidad, ya que permite que las entidades de crédito financieramente solventes, incluso las radicadas en países sometidos a tensiones financieras, cubran sus necesidades de liquidez, contribuyendo con ello a que las decisiones del Banco Central Europeo relativas a los tipos de interés se transmitan de manera eficaz a la economía de la zona del euro, y facilitando el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona.

A mediados de 2012, la posición acreedora total en TARGET (o la posición deudora equivalente) en el balance de los BCN de la zona del euro ascendía a 1 billón de euros, antes de disminuir a raíz de la mejora de la situación y de la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona.

En este artículo se explica cómo, en un contexto de disfunción de los mercados de financiación bancaria, se observó una importante posición acreedora en TARGET cuando el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, decidió acomodar las necesidades de liquidez de las entidades de crédito solventes. En el artículo se muestra asimismo que las cifras relativas a los pagos «transfronterizos» deben interpretarse con cautela, pues dichos pagos también reflejan operaciones entre grupos bancarios internacionales. Además, se hace hincapié en que cualquier riesgo está asociado a las propias operaciones del Eurosistema en el entorno de la unión monetaria, y no a los saldos en TARGET en sí mismos. En general, los saldos en TARGET son una manifestación de las tensiones subyacentes en la Unión Económica y Monetaria (UEM), que ponen de relieve la necesidad de atajar los desequilibrios macroeconómicos, restablecer la confianza en los sistemas bancarios y fortalecer los fundamentos institucionales de la UEM.

INTRODUCCIÓN

Los saldos en TARGET son posiciones en el balance de los bancos centrales de la zona del euro. Estas posiciones, que eran relativamente pequeñas y estables antes de la crisis financiera y de la deuda soberana, son significativas y negativas en los países de la zona del euro que están sometidos a más tensiones, y significativas y positivas en los países de la zona del euro que se han visto menos afectados por la crisis. Los grandes saldos en TARGET son, fundamentalmente, el resultado de la aplicación de la política monetaria en la zona del euro en el contexto específico de la crisis. Dada la integridad de la unión monetaria, los saldos en TARGET no representan un riesgo financiero mayor del inherente a las operaciones del Eurosistema que originan los saldos. Dicho riesgo se mitiga, en concreto, mediante políticas relativas a los activos de garantía.

Saber interpretar los saldos en TARGET es esencial para entender el debate sobre los riesgos potenciales asociados al aumento de las posiciones acreedoras en TARGET. También resulta útil esclarecer la evolución de la crisis en la zona del euro. Los saldos en TARGET se generan como consecuencia del desequilibrio en los flujos de pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro y de la acomodación llevada a cabo por el Eurosistema, mediante sus operaciones, de las consiguientes necesidades de liquidez de las entidades de crédito solventes, a cambio de activos de garantía adecuados. Los saldos en TARGET reflejan las tensiones de financiación en los sistemas bancarios de algunos países. Sin embargo, el propio término «transfronterizo» se difumina en una zona integrada financieramente, como sucede en las operaciones realizadas dentro de un grupo bancario. En este artículo se analizan los saldos en TARGET junto con las operaciones de política monetaria del BCE. Tras presentar algunos hechos básicos del sistema de pagos TARGET y describir cómo surgen los saldos en TARGET a partir de pagos transfronterizos (sección 2), el artículo examina estos saldos a la luz de las tensiones de financiación bancaria y de las operaciones del Eurosistema (sección 3), y concluye explicando su relevancia para la economía y la política monetaria (sección 4).

CONCLUSIONES

Los grandes saldos en TARGET son una manifestación de las tensiones subyacentes en la UEM en relación con el acceso de las entidades de crédito a la financiación de mercado en la zona del euro. Al mismo tiempo, reflejan el aumento de la intermediación del Eurosistema en la financiación bancaria, como consecuencia de las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE durante la crisis, con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona.

Los saldos en TARGET surgieron como resultado de las medidas adoptadas por el Eurosistema para reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y garantizar la estabilidad de precios. El aumento de la liquidez inyectada por el Eurosistema evitó el desapalancamiento desordenado de las entidades de crédito de la zona del euro, pese a la súbita paralización de los flujos financieros del sector privado, lo que permitió mantener la liquidez de las entidades solventes radicadas en países afectados por la crisis.

La posibilidad de que surjan posiciones internas entre bancos centrales está en la base del funcionamiento de una unión monetaria. Desincentivar los saldos en TARGET implicaría la imposición de objetivos de política monetaria distintos al de la estabilidad de precios. Además, supondría desincentivar determinados flujos de capital transfronterizos y el acceso a las operaciones del Eurosistema por parte de algunos BCN, lo que sería incompatible con una política monetaria única para una zona integrada.

Los saldos en TARGET no representan ningún riesgo financiero mayor del inherente a las operaciones del Eurosistema en el contexto de una unión monetaria cohesionada. La manera de conseguir que la dependencia del sistema bancario de la liquidez del banco central y, por ende, los saldos en TARGET se reduzcan de forma duradera es abordar las causas determinantes de la crisis. Ello implica mejorar las políticas fiscales y económicas, sobre todo en los países sometidos a tensiones, restablecer la confianza en los sistemas bancarios y reducir la fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro, y fortalecer los fundamentos institucionales a la UEM. En concreto, la existencia de un mecanismo integrado de supervisión y resolución bancarias para la zona del euro contribuiría a romper la relación adversa entre emisores soberanos y entidades de crédito, así como a superar la segmentación de los mercados por países.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.