

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

*A partir de los datos disponibles hasta el 20 de noviembre de 2009, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. Como reflejo de las perspectivas de una recuperación mundial lenta, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el -4,1% y el -3,9% en 2009, y se incremente hasta situarse entre el 0,1% y el 1,5% en 2010, y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. La inflación continuará siendo moderada durante el horizonte temporal contemplado, debido a la infrautilización de la capacidad productiva en la zona del euro. Se espera que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se sitúe en torno al 0,3% en 2009, y que aumente hasta situarse en un intervalo entre el 0,9% y el 1,7% en 2010, y entre el 0,8% y el 2,0% en 2011.*

<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 projections exercises» (BCE, junio del 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Con objeto de 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 dichas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección para tener en cuenta 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.

### Recuadro 9

#### SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 12 de noviembre de 2009<sup>1</sup>. El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee 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. Esta metodología proporciona un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 1,2% tanto en 2009 como en 2010. Conforme a los supuestos, a partir de esa fecha se incrementarán hasta el 2,4% en 2011. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,0% en 2009 aumentando ligeramente hasta el 4,1% en 2010 y hasta el 4,6% en 2011. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta la reciente mejora de las condiciones de financiación y estima que, durante el período abarcado por las proyecciones, los diferenciales de los préstamos bancarios a corto plazo respecto de los tipos de interés anteriormente mencionados se reducirán ligeramente. Del mismo modo, se considera que las condiciones crediticias se suavizarán de forma gradual durante el período contemplado. En cuanto a 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 estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 62,2 dólares estadounidenses por barril en 2009, en 81,4 en 2010 y en 85,9 en 2011. Según las estimaciones, los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, han disminuido de forma significativa en un 22,3% en 2009 y se incrementarán en un 24,7% en 2010, y registrarán un aumento más moderado del 4,0% en 2011.

Se parte del supuesto de que durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la

<sup>1</sup> Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final de 2011. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el final de 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,39 en 2009, y en 1,49 en 2010 y 2011, y que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 0,8% en 2009 y un 2,2% adicional en 2010.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 20 de noviembre de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

## ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas de la economía mundial continúan mostrando signos de mejora, y en el segundo trimestre de 2009, se ha alcanzado un punto de inflexión que apunta hacia una recuperación. Se espera que a corto plazo la recuperación sea desigual, ya que está obedeciendo, principalmente, a los efectos de los estímulos monetarios y fiscales, al repunte del comercio y al ciclo de existencias. Aunque algunos factores sólo tienen una incidencia transitoria, es previsible que la mejora gradual de las condiciones de financiación proporcione un apoyo más duradero a la recuperación mundial proyectada. En conjunto, el crecimiento de la economía mundial se mantendría por debajo de tendencias anteriores durante todo el horizonte temporal proyectado, dado que las economías avanzadas, en particular, experimentan una recuperación débil, ya que siguen viéndose afectadas por la crisis. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro estimado se ha reducido en promedio un 0,6% en 2009, aunque se incrementaría un 3,5% en 2010 y un 3,9% en 2011. Se estima que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro ha registrado una caída aún mayor, hasta el -12,2%, en 2009, y previsiblemente se recuperará hasta el 4,2% en 2010 y el 4,7% en 2011.

## PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

El crecimiento del PIB real de la zona del euro volvió a cifras positivas en el tercer trimestre de 2009 registrándose, por primera vez desde el primer trimestre de 2008, un incremento del PIB real. La evidencia disponible sugiere que una serie de factores, como los planes de estímulo fiscal, el ciclo de existencias y la aceleración del comercio, podrían haber impulsado el crecimiento. Se espera que una vez que esos factores en parte transitorios reviertan a principios de 2010, el crecimiento del PIB se modere de nuevo. Se considera que durante todo el horizonte que abarcan las proyecciones hasta 2011, la actividad se verá gradualmente respaldada por las exportaciones y por la intensificación de la demanda interna. Los efectos retardados de las medidas de política monetaria y los importantes esfuerzos por reestablecer el funcionamiento del sistema financiero apoyan la recuperación en el horizonte temporal contemplado. Sin embargo, es previsible que la evolución del crecimiento se mantenga más moderada que antes de la recesión, debido a la necesidad de saneamiento de los balances en varios sectores y al hecho de que el deterioro de las perspectivas de los mercados de trabajo debilita el consumo. En tasas anuales, tras haber registrado un aumento del 0,5% en 2008, se proyecta que crecimiento del PIB real se sitúe entre el -4,1% y el -3,9% en 2009, y repunte hasta un intervalo entre el 0,1% y el 1,5% en 2010, y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011.

Más concretamente, entre los componentes internos del PIB, la inversión total descenderá previsiblemente hasta principios de 2011, si bien a un ritmo más lento. Se proyecta que la inversión privada no residencial se vea condicionada por la reducida utilización de la capacidad productiva, por la debilidad de la demanda, por el elevado grado de incertidumbre y por la moderación de los beneficios. La inversión residencial se moderaría como consecuencia de los ajustes de los mercados de la vivienda que se están produciendo en algunos países. En consonancia con las medidas fiscales anunciadas en varios países de la zona del euro, conforme a los supuestos, la inversión pública en términos reales se incrementará considerablemente en 2009 y 2010, y disminuirá el siguiente año.

**Cuadro 10 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro**(tasas medias de variación anuales) <sup>1), 2)</sup>

	2008	2009	2010	2011
IAPC	3,3	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7	0,8 - 2,0
PIB real	0,5	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
Consumo privado	0,4	-1,2 - -1,0	-0,2 - 0,8	0,2 - 1,8
Consumo público	2,0	2,2 - 3,0	0,5 - 1,7	0,4 - 1,8
Formación bruta de capital fijo	-0,6	-11,3 - -10,5	-3,1 - -0,1	-1,7 - 2,3
Exportaciones (bienes y servicios)	0,8	-14,5 - -12,5	0,6 - 5,6	0,7 - 6,5
Importaciones (bienes y servicios)	0,9	-12,6 - -11,0	0,4 - 4,6	0,8 - 5,4

1) Las proyecciones sobre el PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Las cifras incluyen a Eslovaquia desde el 2008, excepto las relativas al IAPC, que sólo incluyen a dicho país desde el 2009. Las tasas medias de variación anuales para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

Asimismo, se espera una moderación del crecimiento del consumo privado. La renta real del trabajo se reduciría durante la mayor parte del horizonte de proyección, aunque se espera que la moderación de las subidas salariales, la baja inflación y las transferencias públicas respalden la renta real. Adicionalmente, el incremento del ahorro por motivo de precaución observado durante 2009, —en un contexto de incertidumbre económica, aumento del desempleo y moderación de los precios de la vivienda—, disminuiría sólo parcialmente durante el horizonte que abarcan las proyecciones.

Tras los acusados descensos registrados a principios de año, las exportaciones de la zona del euro comenzaron a repuntar a mediados de 2009. La recuperación gradual de las exportaciones proyectada está avalada por el crecimiento de la demanda externa, aunque se estima que la competitividad en términos de precios afectará en cierta medida a las exportaciones. Las importaciones de la zona del euro han disminuido considerablemente durante 2009, pero se proyecta que se recuperen en los próximos dos años, cuando la demanda final se recupere. Dado que conforme a las proyecciones el deterioro de las exportaciones es incluso mayor que el de las importaciones en 2009, la demanda exterior neta contribuye de forma significativa a la reducción del PIB en 2009, mientras que se espera que a partir de 2010 su contribución sea ligeramente positiva.

Como reflejo del ajuste retardado de la acusada caída del producto registrada hasta mediados de 2009 y de la debilidad de la actividad económica proyectada, se espera que las horas trabajadas en la zona del euro disminuyan hasta 2011. Aunque en principio se proyecta que el ajuste correspondiente se produzca principalmente a través de una reducción de horas por trabajador, cabe esperar que afecte cada vez más al número de personas empleadas. Asimismo, la rigidez de los salarios a la baja moderaría la demanda de empleo en un contexto de acusada desaceleración de la actividad. Como reflejo de la caída del empleo, la tasa de paro aumentaría durante el horizonte de proyección considerado.

Se espera que la crisis modere el crecimiento potencial durante el período temporal proyectado. La caída del crecimiento potencial refleja el inevitable incremento del desempleo estructural, la disminución de las tasas de actividad y el fuerte descenso de la inversión, que incidirán sobre el stock de capital. El alcance de estos efectos, no obstante, es muy incierto y las proyecciones relativas al crecimiento potencial, y por lo tanto a la brecha del producto, están sujetas a un grado de incertidumbre aún mayor de lo habitual. Pese a ello, se espera que la brecha del producto estimada se mantenga significativamente negativa durante el horizonte proyectado<sup>2</sup>.

2 Véase el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro» en el Boletín Mensual de julio de 2009.

**Cuadro 11 Comparación con las proyecciones de septiembre de 2009**

(tasas medias de variación anuales)

	2009	2010
PIB real - Septiembre 2009	-4,4 - -3,8	-0,5 - 0,9
PIB real - Diciembre 2009	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5
IAPC - Septiembre 2009	0,2 - 0,6	0,8 - 1,6
IAPC - Diciembre 2009	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7

### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Tras situarse en un reducido nivel de  $-0,4\%$  en el tercer trimestre de 2009, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC retorne a valores positivos en el cuarto trimestre de 2009. Esta evolución se debe principalmente a los efectos de base derivados de descensos pasados de los precios de las materias primas. A partir de entonces, la inflación continuaría siendo moderada, debido a la infrautilización de la capacidad productiva en la zona del euro. Se estima que la tasa media de variación anual de la inflación se situará en torno al  $0,3\%$  en 2009, y que se incrementará hasta situarse en un intervalo comprendido entre el  $0,9\%$  y el  $1,7\%$  en 2010, y entre el  $0,8\%$  y el  $2,0\%$  en 2011. La tasa media de variación anual medida por el IAPC, excluida la energía, seguirá previsiblemente una trayectoria descendente hasta 2010, reflejando la debilidad de la demanda agregada, y se mantendrá en niveles moderados en 2011.

Más concretamente, la disminución de las presiones externas sobre los precios observada durante 2009, revertiría a corto plazo, como reflejo principalmente de la trayectoria esperada de los precios de las materias primas, así como del repunte de los precios de los competidores. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, las presiones salariales han registrado una reducción considerable durante 2009, dado el deterioro de los mercados de trabajo y la caída de la inflación. De cara al futuro, se proyecta que el crecimiento salarial siga siendo moderado. Sin embargo, el crecimiento anual de los costes laborales unitarios ha sido muy pronunciado en 2009, debido en gran medida al detrimento de la productividad y al hecho de que la reacción de los salarios ha sido lenta ante la caída de la actividad económica. De cara al futuro, considerando que la productividad debería recuperarse con la mejora del ciclo, se proyecta que los costes laborales unitarios se reduzcan en 2010 y repunten sólo moderadamente en 2011. Aunque los márgenes de beneficio han absorbido en gran medida el acusado aumento de los costes laborales unitarios registrado en 2009, se espera que vuelvan a incrementarse nuevamente a lo largo del período considerado, cuando la actividad se recupere de forma gradual, a medida que las empresas traten de compensar parte de la reducción ya registrada.

### COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2009

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para 2009 se han estrechado ligeramente en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de septiembre de 2009. El intervalo correspondiente a 2010 se ha revisado al alza, como reflejo en parte del resultado de las revisiones realizadas para el final de 2009.

Con relación a la inflación medida por el IAPC, el intervalo correspondiente a 2009 se encuadra dentro del publicado en septiembre de 2009, mientras que el proyectado para 2010 resulta ligeramente superior.

## Recuadro 10

### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que 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 al entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de las materias primas. Finalmente, las previsiones presentan diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase cuadro).

Las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente señalan que el PIB real de la zona del euro se reducirá previsiblemente entre un 3,8% y un 4,2% en 2009. Se espera que a partir de esa fecha sea positivo, situándose en un intervalo entre el 0,3% y el 1,2% en 2010, y entre el 1,3% y el 1,7% en 2011. Todas estas previsiones concuerdan en general con los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone estiman que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará entre el 0,2% y el 0,3% en 2009, entre el 0,8% y el 1,2% en 2010, y entre el 0,7% y el 1,6% en 2011. Estas previsiones concuerdan en general con 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		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
FMI	Octubre 2009	-4,2	0,3	1,3	0,3	0,8	0,8
Encuesta a expertos en previsión económicas	Octubre 2009	-3,9	1,0	1,6	0,3	1,2	1,6
Comisión Europea	Noviembre 2009	-4,0	0,7	1,5	0,3	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2009	-3,8	1,2	1,5	0,3	1,1	1,5
OCDE	Noviembre 2009	-4,0	0,9	1,7	0,2	0,9	0,7
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	Diciembre 2009	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7	0,8 - 2,0

Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2009 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de octubre de 2009; Preliminary Economic Outlook de noviembre de 2009; 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 los datos están ajustados por días laborables.