

## Recuadro 10

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO**

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de agosto de 2013, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. De acuerdo con las proyecciones, el PIB real disminuirá en un 0,4% en 2013 y aumentará en un 1,0% en 2014. Se prevé que la inflación medida por el IAPC se situará en promedio en el 1,5% y el 1,3% en 2014.

**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 agosto de 2013.

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 0,2% en 2013 y del 0,5% 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 3,0% en 2013 y del 3,5% en 2014. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo 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 de interés medios aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo en el segundo semestre de 2013 y que posteriormente suban gradualmente. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito afecten negativamente a la actividad económica de la zona del euro en 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 107,8 dólares estadounidenses en 2013 y 102,8 en 2014. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses<sup>2</sup> se incrementarán en un 5,4% en 2013 y en un 0,1% en 2014.

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 1,32 en 2013 y 1,33 en 2014, lo que supone un incremento desde el nivel de 1,29 dólares estadounidenses de 2012. El tipo de cambio efectivo del euro se apreciará, en promedio, en un 3,6% en 2013 y en un 0,7% en 2014.

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Los intervalos están 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.

2 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 relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2014 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

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 23 de agosto de 2013, 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.

### **Proyecciones relativas al entorno internacional**

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado por las proyecciones, desde el 3,4% registrado en 2013 hasta el 4,0% en 2014. En consonancia, a grandes rasgos, con las proyecciones publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2013, se observó un cierto impulso en el ritmo de crecimiento de las economías avanzadas durante el primer semestre de 2013. En contraste, el crecimiento de los mercados emergentes ha registrado un ligero descenso, debido a la mayor debilidad de la demanda interna, y al peso que la bajada de los precios de las materias primas (que ha afectado a sus exportadores) y la moderación de la demanda exterior han tenido en las exportaciones. A corto plazo, los indicadores de clima económico apuntan a una continuación de la moderación de la actividad mundial. El ligero endurecimiento de las condiciones de financiación observada desde las últimas proyecciones, debido en parte a una nueva evaluación del mercado sobre el alcance del estímulo monetario en EEUU, influye también en las perspectivas de crecimiento a corto plazo, especialmente en algunas economías emergentes. A más largo plazo, se estima que el ritmo de la recuperación será gradual. El reequilibrio del sector privado —que sigue avanzando aunque aún no ha finalizado— y el saneamiento de las finanzas públicas influirán en el crecimiento de las economías avanzadas. También se espera que el repunte de algunas de las principales economías emergentes, particularmente en China, se vea moderado como consecuencia de los factores estructurales que restringen la actividad. Considerando que el ritmo de crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales de la zona del euro es inferior al del resto del mundo, la demanda exterior de la zona del euro se ha debilitado ligeramente y se estima que en 2013 registrará un crecimiento del 2,9% y que en 2014 se incrementará hasta situarse en el 5,0%.

### **Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real**

El PIB real creció un 0,3% en el segundo trimestre de 2013, tras seis descensos trimestrales consecutivos. Tanto la demanda interna como la exterior neta contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB registrado en el segundo trimestre, mientras que la contribución de la variación de existencias fue ligeramente negativa. El incremento relativamente acusado de la actividad observado en el segundo trimestre se debe en parte a factores temporales, relacionados principalmente con las condiciones meteorológicas.

Se estima que cuando estos factores de naturaleza temporal desaparezcan, el crecimiento del PIB real descenderá en el tercer trimestre de 2013 aunque seguirá siendo positivo. Independientemente de estos factores temporales, la actividad se verá respaldada durante todo el horizonte temporal de las proyecciones por el impacto favorable de un fortalecimiento gradual de la demanda exterior en las exportaciones. A corto plazo, la demanda interna se beneficiará de un descenso de la inflación de los precios de las materias primas que debería apoyar las rentas reales. Asimismo, se espera que la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, reforzada por las indicaciones sobre su orientación futura ofrecidas recientemente por el Consejo de Gobierno del BCE, y la mejora de la confianza observada en un entorno de descenso de la incertidumbre impulsen la demanda interna. A más largo plazo, la demanda interna se beneficiará también de una orientación menos restrictiva de la política fiscal y de

la relajación de las condiciones de la oferta de crédito. No obstante, los efectos adversos sobre la demanda interna derivados de la debilidad de la evolución de los mercados de trabajo y de las necesidades de desapalancamiento que todavía existen en algunos países se reducirán solo de manera gradual durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. En conjunto, se estima que la recuperación prevista seguirá siendo moderada en términos históricos, por lo que la brecha de producción seguirá en niveles negativos. En medias anuales, el PIB real se reducirá en un 0,4 % en 2013, debido fundamentalmente a un efecto de arrastre negativo, y aumentará en un 1,0 % en 2014. Esta evolución obedece a la contribución de un aumento sostenido de la demanda interna combinada con las contribuciones positivas, aunque en descenso, de la demanda exterior neta.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro sea moderado durante el resto de 2013 y que cobre cierto impulso en 2014, como reflejo principalmente de la mejora muy gradual de la demanda exterior de la zona del euro. De acuerdo con las proyecciones, la inversión empresarial se reactivará a partir de finales de 2013. Se estima que la inversión empresarial se vea respaldada por el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y exterior, el nivel muy bajo de los tipos de interés, la necesidad de sustituir gradualmente el stock de capital después de varios años de contención de la inversión, el efecto menos adverso de la oferta de crédito y una mejora de los márgenes a medida que la actividad se recupere. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones, el efecto adverso combinado de los bajos niveles de la capacidad productiva, de la necesidad de las empresas de seguir reestructurando sus balances y de las condiciones de financiación desfavorables en algunos países y sectores de la zona del euro disminuirá gradualmente. Se prevé que la inversión residencial siga siendo débil este año y el año próximo, debido fundamentalmente a los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países, al débil crecimiento de la renta disponible y a las expectativas de nuevas bajadas de los precios de la vivienda. Los efectos adversos de estos factores compensarán con creces el efecto del carácter relativamente atractivo de la inversión en vivienda en otros países, en los que la inversión residencial está respaldada por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos y el aumento de los precios de la vivienda. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones debido a las medidas de saneamiento presupuestario esperadas en varios países de la zona del euro.

#### Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales) <sup>1),2)</sup>

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

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 2014 incluyen a Letonia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para 2014 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Letonia ya en 2013.

De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado se moderará durante el resto de 2013, en un contexto de un perfil prácticamente plano de la renta real disponible y de estabilización de la tasa de ahorro. El crecimiento del consumo privado cobrará cierto vigor en 2014, respaldado por la mayor debilidad del impacto negativo del saneamiento presupuestario y por una recuperación de las rentas salariales a medida que las condiciones del mercado de trabajo mejoren, a pesar de un ligero aumento de la tasa de ahorro. Durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones, el porcentaje de hogares que se espera que incrementen su tasa de ahorro en el contexto de aumento de la renta real disponible y la necesidad de desapalancamiento compensarán con creces el porcentaje de hogares cuya tasa de ahorro sigue bajando en un entorno de descenso de las rentas reales disponibles y de bajos rendimientos del ahorro. El consumo público experimentará un estancamiento general en 2013 debido a los esfuerzos de saneamiento presupuestario y aumentará modestamente en 2014.

Las importaciones de fuera de la zona del euro se recuperarán durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirán estando limitadas por una demanda total aún contenida. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente en 2013 y 2014.

### **Proyecciones sobre precios y costes**

Se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, que, según la estimación preliminar de Eurostat, se situó en agosto de 2013 en el 1,3%, se sitúe, en promedio, en el 1,5% en 2013 y en el 1,3% en 2014. Durante el primer semestre de 2013 la inflación medida por el IAPC se redujo acusadamente, debido al fuerte descenso de la inflación de los precios de la energía desde los elevados niveles alcanzados en 2012. El descenso de la inflación de los precios energéticos refleja a su vez el descenso de los precios del petróleo y la apreciación del euro del pasado año, así como los efectos de base a la baja derivados de la disminución del impacto de las anteriores subidas de los precios del petróleo. A más largo plazo, se espera que los precios energéticos desciendan ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones, reflejando la trayectoria prevista de los precios del petróleo. Se espera que, durante el horizonte temporal de las proyecciones, la contribución del componente energético a la inflación medida por el IAPC sea muy poco significativa y, en consecuencia, notablemente inferior a su media histórica, lo que explica en cierta medida el modesto perfil de la inflación. En el primer semestre de 2013, la inflación de los precios de los alimentos se mantuvo prácticamente sin variación, a pesar de los máximos inusuales observados en los precios de los alimentos no procesados. A más largo plazo, la inflación de los precios de los alimentos descenderá ligeramente debido a efectos de base bajistas y al inicio esperado del descenso de los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía descendió durante el primer semestre de 2013, como consecuencia de la debilidad de la actividad económica, y en 2014 experimentará un leve aumento, debido a la modesta recuperación de la actividad y al aumento de las presiones externas sobre los precios.

Más concretamente, las presiones externas sobre los precios se moderaron en el primer semestre de 2013, debido a la apreciación efectiva del euro y a la disminución de los precios del petróleo y de otras materias primas, traduciéndose en un descenso del deflactor de las exportaciones. Se espera que el deflactor de las exportaciones se incremente gradualmente en 2014, a medida que el efecto bajista de la anterior apreciación del euro desaparezca, los precios de las materias primas no energéticas aumenten y la demanda de importaciones cobre impulso. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se prevé que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantenga en niveles moderados en 2013 y 2014 debido a la debilidad de los mercados laborales. Teniendo en

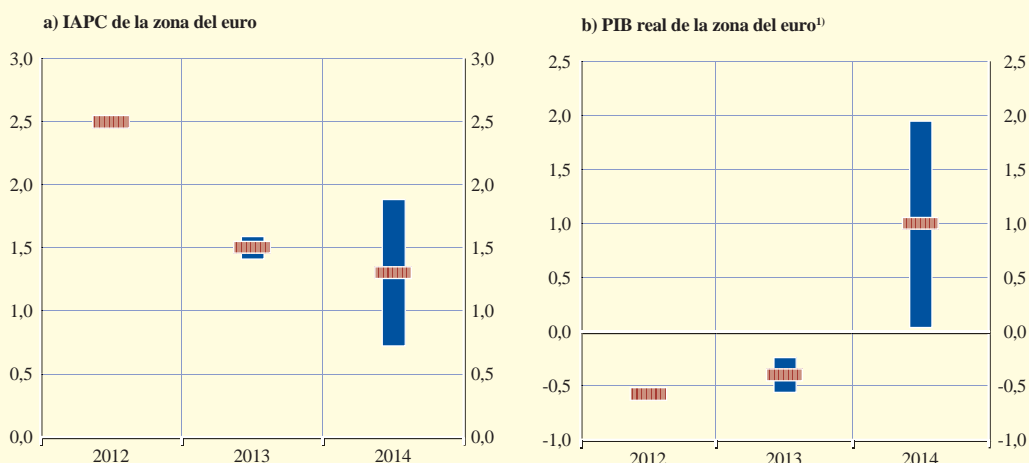
cuenta el acusado descenso proyectado este año de la inflación de los precios de consumo, el crecimiento de la remuneración real por asalariado se incrementará en 2013 y se recuperará moderadamente durante el horizonte de las proyecciones, tras los descensos registrados en 2011 y 2012. Se prevé que en 2014 la tasa de crecimiento anual de la remuneración real por asalariado se mantenga en niveles claramente inferiores a los de la productividad, debido a la debilidad de la situación de los mercados laborales. El crecimiento de los costes laborales unitarios se desacelerará en 2013 y en 2014, debido a que un incremento cíclico del crecimiento de la productividad compensa con creces el pequeño repunte de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado. Tras el fuerte descenso observado en 2012, el indicador del margen de beneficio (calculado como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y el coste laboral unitario) se estancará en 2013, debido a la debilidad de la actividad interna. Posteriormente, la desaceleración de los costes laborales unitarios y la mejora gradual de las condiciones económicas respaldarán una recuperación de los márgenes. Los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos incluidos en los planes de saneamiento presupuestario aportarán contribuciones significativas a la inflación medida por el IAPC tanto en 2013 como en 2014, aunque ligeramente en menor medida que en 2012.

### Comparación con las proyecciones de los expertos del eurosistema de junio del 2013

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2013, los intervalos de crecimiento del PIB real previstos para 2013 se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, principalmente sobre la base de los datos más recientes. El intervalo proyectado para 2014 se ha corregido a la baja en 0,1 puntos porcentuales, como reflejo del impacto del descenso de la demanda exterior, la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y el incremento de los tipos de interés. El intervalo proyectado para la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2013, como consecuencia del aumento mayor de lo esperado de los precios de los alimentos y de la previsión de nuevas subidas de los precios del petróleo. La proyección de la inflación correspondiente a 2014 se mantiene inalterada.

#### Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)



1) Las proyecciones sobre el PIB real se basan en datos ajustados por días laborables.

## Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2013

(tasas medias de variación anuales)

	2013	2014
PIB real, junio 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
PIB real, septiembre 2013	0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
IAPC, junio 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
IAPC, septiembre 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

## Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otra parte, 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.

Los intervalos contemplados en las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos, el crecimiento del PIB real de la zona del euro para 2013 y 2015 se encuadran dentro de los intervalos de incertidumbre de las proyecciones de los expertos del BCE, y están próximos al punto medio de estas. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras organizaciones e instituciones estiman que en 2013 la inflación medida por el IAPC se situará ligeramente por encima del intervalo proyectado por los expertos del BCE, y también en un nivel superior al de su punto medio. Respecto a 2014, el intervalo de las previsiones referidas a la inflación medida por el IAPC elaboradas por otras instituciones se encuadran dentro del proyectado por los expertos del BCE y próximo a su punto medio.

## Cuadro C 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	
		2013	2014	2013	2014
FMI	Mayo 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
Consensus Economics Forecasts	Julio 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Barómetro de la zona del euro	Agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
OCDE	Agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Comisión Europea	Agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Septiembre 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

Fuente: Proyecciones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, julio de 2013, para el crecimiento del PIB real y World Economic Outlook, abril de 2013, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2013; 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 BCE 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.