



## BANCO CENTRAL EUROPEO

### Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de agosto de 2004, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>.

Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo, el comercio internacional excluida la zona del euro y las políticas fiscales. En concreto, se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en el período abarcado por las proyecciones. Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados<sup>2</sup>, mientras que los relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro. Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada país de la zona del euro y sólo incluyen las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas y que probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Con objeto de expresar la incertidumbre asociada a 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 superior al valor absoluto medio de estas diferencias.

### Supuestos referentes al entorno internacional

Se proyecta que la recuperación de la actividad económica mundial fuera de la zona del euro siga siendo intensa durante el horizonte temporal de las proyecciones. Estados Unidos y Asia, excluido Japón, seguirán aportando, previsiblemente, una contribución significativa al crecimiento mundial. Asimismo, se espera que la actividad económica de otras regiones, que se han beneficiado de la mejora global de las condiciones durante el 2003, mantenga su dinamismo y se diversifique en mayor medida. No obstante, se prevé que el crecimiento del PIB real fuera de la zona del euro continúe situándose en niveles ligeramente inferiores a las elevadas tasas registradas en los últimos meses del 2003 y el primer trimestre del 2004, a medida que la recuperación avance y las políticas económicas retomen gradualmente una orientación más neutral.

<sup>1</sup> Las proyecciones 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. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001).

<sup>2</sup> Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el Euribor a tres meses, se mantendrán en un nivel ligeramente superior al 2,1% durante el horizonte abarcado por las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,21 durante el horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 2,0% superior a la media del 2003. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 4,3% registrado en promedio en el 2004 hasta el 4,6%, en el 2005. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 17% en dólares estadounidenses en el 2004 y que, a grandes rasgos, no variarán en el 2005. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 36,6 dólares por barril en el 2004 y que se mantendrán en 36,8 en el 2005. No obstante, durante los últimos años, los precios del petróleo se han situado con frecuencia en niveles superiores a los indicados por los mercados de futuros. Una subida de los precios del petróleo por encima de los niveles considerados en los supuestos podría repercutir negativamente en el crecimiento del PIB y tener un efecto alcista de mayor magnitud sobre la inflación.

Por lo que se refiere al PIB real fuera de la zona del euro, su tasa media de crecimiento interanual se situaría entorno al 5,5% en el 2004 y al 4,5% in 2005. Se parte del supuesto de que el crecimiento del comercio internacional seguirá una trayectoria acorde con la del PIB real mundial. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría en torno al 8% tanto en el 2004 como en el 2005.

### **Resultados principales**

Se proyecta que la actividad económica de la zona del euro se muestre ligeramente más dinámica de lo que indican las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en la edición de junio del 2004 del *Boletín Mensual*. Las proyecciones referidas a la tasa media de variación del IAPC se han revisado moderadamente al alza, debido a la subida de los precios del petróleo.

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

De acuerdo con la estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se habría situado en el 0,5% en el segundo trimestre de este año, tras haber registrado un 0,6% en el primer trimestre, y se espera que permanezca en torno a estos niveles durante el horizonte temporal de las proyecciones. La tasa media de crecimiento interanual del PIB real se incrementaría hasta situarse entre el 1,6% y el 2,2% en el 2004, y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2005. Se espera que el fuerte crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, se transmita de forma gradual a la demanda interna durante el curso de este año. Se proyecta que el empleo total se recupere paulatinamente en el 2004 y que se refuerce en el 2005, mientras que la tasa de desempleo debería descender en el 2005.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, se estima que el crecimiento del consumo privado experimentará un alza en consonancia con la evolución de renta real disponible en el conjunto de la zona del euro, y que la tasa de ahorro de los hogares se mantendrá, en líneas generales, en un nivel constante durante el horizonte temporal considerado. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la renta real disponible de los hogares, tras haberse situado en un nivel moderado en el 2004, se incrementará en el 2005, respaldado por el mayor crecimiento del empleo y por el aumento de los salarios reales. Aunque la mejora de las condiciones del mercado de trabajo deberían traducirse en un refuerzo de la confianza de los consumidores, se espera que el nivel de ahorro se mantenga elevado, como consecuencia de las preocupaciones relativas a la evolución de las finanzas públicas y, especialmente, a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones. La recuperación prevista de la inversión total es atribuible principalmente a la inversión empresarial, que se ha visto estimulada por la mejora del entorno económico mundial y el bajo nivel de los tipos de interés reales. Se estima que la inversión privada en vivienda se reactivará durante el horizonte de las proyecciones, tras el declive observado durante los tres últimos años.

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

Conforme a las proyecciones, la tasa media de variación del IAPC se situará entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004 y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2005. Sobre la base de los supuestos relativos a los precios del petróleo mencionados anteriormente, se proyecta que el componente energético contribuya significativamente a la inflación medida por el IAPC en el 2004, aunque moderadamente en el 2005. La tasa de variación del componente no energético del IAPC experimentará una ligera reducción en el 2005, como reflejo del mantenimiento de la contención de las presiones de los costes internos y de la moderación de los incrementos de los precios de importación. Asimismo, conforme a los supuestos adoptados en materia fiscal para el 2005, se prevé una contribución menor de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados, que la que se produjo a consecuencia de las significativas medidas aplicadas en el 2004.

Pese a la reciente subida de los precios del petróleo, se estima que los precios de importación se mantendrán en un nivel moderado en el 2004, como consecuencia del efecto retardado de la apreciación del euro. Partiendo del supuesto de que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles constantes durante el 2005, se proyecta que los precios de las importaciones se incrementen de forma poco significativa en este período.

Se considera que el crecimiento nominal de la remuneración por asalariado seguirá siendo contenido durante el período abarcado por las proyecciones. Esta proyección tiene en cuenta los acuerdos salariales en vigor y la leve mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, aunque también está condicionada por el supuesto de que los efectos indirectos del aumento de los precios del petróleo no incidirán sobre la remuneración nominal. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo continuará siendo intenso a lo largo del horizonte proyectado. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios seguiría siendo moderado tanto en el 2004 como en el 2005.

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

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

	2003	2004	2005
IAPC	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
PIB real	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8
Consumo privado	1,0	1,2 – 1,6	1,5 – 2,7
Consumo público	1,9	0,7 – 1,7	0,5 – 1,5
Formación bruta de capital fijo	- 0,4	0,8 – 2,4	2,0 – 5,2
Exportaciones (bienes y servicios)	0,3	4,8 – 7,6	5,6 – 8,8
Importaciones (bienes y servicios)	2,1	3,7 – 6,7	5,3 – 8,7

1) Para cada variable y horizonte temporal considerado, los intervalos se basan en la diferencia absoluta media entre las cifras observadas y las proyecciones formuladas con anterioridad por los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Las proyecciones sobre el PIB real se basan en datos corregidos por el número de días laborables.

#### Comparación con las proyecciones de junio del 2004

Los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real de la zona del euro han sido objeto de una ligera corrección al alza, tanto para el 2004 como para el 2005, en relación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en la edición de junio del 2004 del *Boletín Mensual*. Las correcciones al alza reflejan la mayor contribución de las exportaciones netas en el 2004.

Los límites inferiores de los intervalos proyectados para la tasa de variación interanual del IAPC han sido, asimismo, corregidos ligeramente al alza respecto a las proyecciones macroeconómicas de junio del 2004. Dicha corrección refleja la variación al alza de los supuestos referidos a los precios del petróleo para el 2004 así como para el 2005, que se han incrementado en torno a un 6% y un 16% respectivamente. Estos supuestos implican una mayor contribución del componente energético al IAPC, mientras que las proyecciones para el componente no energético se mantienen prácticamente sin variación respecto a las proyecciones de junio.

#### Cuadro: Comparación con las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	2003	2004	2005
IAPC – septiembre 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
IAPC – Junio 2004	2,1	1,9 – 2,3	1,1 – 2,3
PIB real – septiembre 2004	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8
PIB real – Junio 2004	0,5	1,4 – 2,0	1,7 – 2,7