



BANCO CENTRAL EUROPEO

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 2004, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro.¹ El crecimiento interanual del PIB real se situaría, en promedio, entre el 1,6% y el 2,0% en el 2004, y se proyecta que se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 2,4% en el 2005 y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2006. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se habría mantenido en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004. En el 2005 se situaría en un intervalo del 1,5%-2,5% y en el 2006 entre el 1,0% y el 2,2%.

Las proyecciones elaboradas por los expertos 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,² 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, 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.

¹ *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), se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados.*

² *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 del 2,16% 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 1,29 a lo largo del horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 6,1% 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 4,2% de media para el 2004, hasta el 4,5% en el 2006. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 18% en dólares estadounidenses en el 2004, que, a grandes rasgos, no variarán en el 2005 y que aumentarán en un 5% en el 2006. Sobre la base de la trayectoria implícita en el mercado de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo aumentarán hasta situarse en 44,4 dólares estadounidenses por barril en el 2005, desde los 39 estimados para el 2004, y que descenderán hasta 40,8 dólares en el 2006.*

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 por los bancos centrales de la zona del euro en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias.

Entorno internacional

En el 2004, el ciclo económico mundial parece haber alcanzado su máximo, los precios del petróleo se han incrementado y se espera que las políticas económicas retomen gradualmente una orientación más neutral. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento de la economía mundial —aun manteniendo su fortaleza durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones— se debilite ligeramente durante los dos próximos años. Asimismo, el incremento de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se traducirá en un alza de la inflación mundial.

Se prevé que, también en Estados Unidos, el crecimiento del PIB real siga siendo vigoroso, aunque experimentará un descenso gradual respecto a las altas tasas registradas en el segundo semestre del 2003 y los primeros meses del 2004. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB en Asia, excluido Japón, seguirá siendo notablemente superior al de la media mundial, pese al aumento de los precios del petróleo y a la orientación más restrictiva de la política económica en China. En el resto de las grandes economías, el ritmo del crecimiento seguirá siendo intenso. Por otra parte, se espera que los países que se integraron en la UE el 1 de mayo de 2004 continúen creciendo a un ritmo relativamente fuerte.

Se estima que el *crecimiento interanual del PIB real fuera de la zona del euro* se haya situado, en promedio, alrededor del 5,5% en el 2004 y que disminuirá hasta aproximadamente el 4,5% en el 2005 y en el 2006. El crecimiento de los *mercados de exportación exteriores de la zona del euro* se habría situado en el 8,7% en el 2004 y se proyecta que descenderá hasta el 8,0% y el 7,5% en el 2005 y el 2006, respectivamente.

Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

Según la primera estimación de Eurostat, la tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 0,3% en el tercer trimestre de este año, frente al 0,7% y el 0,5% registrados en el primer y segundo trimestre, respectivamente, y se espera que, durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones, retorne a niveles próximos al 0,5%. En consecuencia, el crecimiento interanual del PIB real se habría situado, en promedio, entre el 1,6% y el 2,0% en el 2004, y se proyecta que se sitúe en el intervalo comprendido entre el

1,4% y el 2,4% en el 2005, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2006. Se espera que el crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, continúe estimulando la actividad económica, y que la demanda interna aumente a ritmo estable durante el horizonte de las proyecciones.

Se estima que el *empleo total* recobrará fortaleza a lo largo del horizonte considerado por las proyecciones. Es previsible que la oferta de trabajo aumente, a medida que la mejora de las perspectivas de empleo y la puesta en marcha de reformas estructurales de los mercados laborales en algunos países de la zona del euro eleve las tasas de actividad. Las proyecciones para la oferta de trabajo y el empleo apuntan a que la tasa de paro debería comenzar a descender en el segundo semestre del 2005.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, la tasa media de crecimiento interanual del *consumo privado* se situará en un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 1,3% en el 2004, por cuanto que la moderación del crecimiento de los salarios y los acusados incrementos de los precios energéticos tienen una incidencia negativa en el poder adquisitivo de los hogares. Se considera que el consumo crecerá entre el 1,1% y el 2,1% en el 2005, y entre el 1,2% y el 2,8% en el 2006. La renta real disponible de los hogares se verá respaldada por el mayor crecimiento del empleo, por el aumento de los salarios reales como resultado del descenso de la inflación y por la contribución positiva de otros componentes de la renta. Se proyecta que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga, en líneas generales, constante a lo largo del horizonte de las proyecciones. Aunque la ligera mejora de las condiciones del mercado de trabajo deberían traducirse en un fortalecimiento de la confianza de los consumidores, se espera que el ahorro se mantenga en un nivel relativamente elevado, como consecuencia de las preocupaciones relativas a la evolución de las finanzas públicas y, en concreto, a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones. Atendiendo a los actuales planes presupuestarios, se considera que la aportación del *consumo público* al crecimiento del PIB real disminuirá ligeramente en el horizonte temporal proyectado.

De acuerdo con las proyecciones, la *inversión total en capital fijo* se habría recuperado ligeramente durante el segundo semestre del 2004; se estima que la tasa media de crecimiento interanual se situará entre el 1,2% y el 2,2% en el 2004 y en un intervalo comprendido entre el 1,7% y el 4,7% en el 2005 y entre el 2,1% y el 5,3% en el 2006. El mayor dinamismo de la inversión total resultaría, principalmente, de la *inversión empresarial*, que debería verse respaldada por las favorables condiciones de crédito, el incremento de los beneficios empresariales y la mejora de las perspectivas de la demanda. La *inversión privada en vivienda* registraría tasas de crecimiento moderadamente positivas durante el período que abarcan las proyecciones.

La tasa media de variación interanual de las exportaciones totales se habría mantenido entre el 4,5% y el 7,3% en el 2004, y se situaría en el intervalo comprendido entre el 4,6% y el

7,8% en el 2005, y entre el 4,8 y 8,0 en el 2006.³ Se proyecta que, en términos generales, las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se mantengan estables durante el horizonte temporal contemplado, tras el significativo descenso registrado en el 2003 como consecuencia, principalmente, de la apreciación del euro. La tasa media de variación interanual de las importaciones totales se situará, previsiblemente, en niveles acordes con los de las exportaciones. Las proyecciones relativas a las importaciones reflejan la trayectoria del gasto total final de la zona del euro, además del efecto retardado levemente alcista de la pasada apreciación del euro. En conjunto, se espera que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el horizonte temporal considerado no sea significativa, y que, a grandes rasgos, el crecimiento de las exportaciones y el de las importaciones se compensen mutuamente.

Proyecciones sobre precios y costes

La tasa media de variación del IAPC se habría situado entre el 2,1 y el 2,3 en el 2004. En el 2005 se situaría en un intervalo del 1,5-2,5 y en el 2006 entre el 1,0 y el 2,2. A partir de los supuestos relativos a los precios del petróleo, se proyecta que el componente energético realice una contribución significativa de signo positivo a la inflación medida por el IAPC en el 2005, si bien resultará ligeramente negativa en el 2006. La tasa de variación del componente no energético del IAPC experimentará una ligera reducción en el 2005, como reflejo de la moderación de los incrementos de los precios de importación y de que las presiones de los costes internos siguen siendo contenidas. Asimismo, conforme a los supuestos adoptados en materia fiscal para el 2005 y el 2006, se prevé una contribución de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados menor que la que se produjo a consecuencia de las medidas aplicadas en el 2004.

Pese a la reciente subida de los precios del petróleo, se estima que los precios de importación se habrían mantenido en un nivel relativamente moderado en el 2004, como consecuencia del efecto retardado de la apreciación del euro. Los supuestos adoptados en relación con los precios de las materias primas y con los tipos de cambio indican que los precios de las importaciones se incrementarán ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Se considera que el crecimiento de la remuneración por asalariado en términos nominales seguirá siendo contenido durante el período considerado. Esta proyección tiene en cuenta no sólo los acuerdos salariales en vigor y la leve mejora prevista de las condiciones de los mercados de trabajo, sino también la valoración de que los efectos indirectos del aumento de los precios del petróleo sobre la remuneración nominal seguirán siendo contenidos. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo indican que el crecimiento de

³ *Las proyecciones referidas al comercio resultan acordes con los datos de las cuentas nacionales y, por tanto, incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.*

la productividad del factor trabajo, aunque descenderá ligeramente a lo largo del horizonte de las proyecciones, mantendrá su fortaleza. Como consecuencia de esta evolución de los salarios y la productividad, se estima que el crecimiento de los costes laborales unitarios seguiría siendo moderado tanto en el 2005 como en el 2006.

Cuadro: Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)¹⁾

	2003	2004	2005	2006
IAPC	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5	1,0 – 2,2
PIB real	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4	1,7 – 2,7
Consumo privado	1,1	0,9 – 1,3	1,1 – 2,1	1,2 – 2,8
Consumo público	1,6	0,9 – 2,1	0,3 – 1,3	0,7 – 1,7
Formación bruta de capital fijo	- 0,6	1,2 – 2,2	1,7 – 4,7	2,1 – 5,3
Exportaciones (bienes y servicios)	0,2	4,5 – 7,3	4,6 – 7,8	4,8 – 8,0
Importaciones (bienes y servicios)	2,0	5,0 – 7,6	4,8 – 8,2	4,8 – 8,2

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 y sus componentes se basan en datos corregidos por el número de días laborables. Las proyecciones referentes a importaciones y exportaciones incluyen el comercio interno de la zona del euro.

Recuadro A

Comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2004 elaboradas por los expertos del BCE

Los supuestos técnicos referidos a los precios del petróleo y los tipos de cambio han sido objeto de importantes revisiones en relación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y publicadas en el *Boletín Mensual* de septiembre del 2004. Actualmente, los precios del petróleo superan en un 21% los niveles de los supuestos adoptados en las proyecciones de septiembre, y el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha incrementado en un 4,2%. Las revisiones de los supuestos técnicos referidos a los tipos de interés no son significativas.

La corrección a la baja de los intervalos de crecimiento del PIB real proyectados para el 2005 constituye una variación importante respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE publicadas en el *Boletín Mensual* de septiembre del 2004, que se explica, fundamentalmente, por la mencionada revisión al alza de los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo y al tipo de cambio efectivo nominal del euro. Además, el aumento ligeramente inferior a lo esperado del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de este año reduce automáticamente la tasa media de crecimiento interanual del PIB real para el 2005.

Las proyecciones de los intervalos del IACP para el 2004 se mantienen sin variación, aunque las relativas al 2005 han sido corregidas ligeramente al alza respecto a los niveles proyectados en septiembre del 2004. Esta corrección al alza es limitada ya que la incidencia de la subida de los precios del petróleo se ha visto compensada en parte por la corrección al alza de los supuestos relativos a los tipos de cambio. En el caso de los costes laborales unitarios, las revisiones de las proyecciones son también pequeñas.

Comparación de las proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)

	2003	2004	2005
IACP – Diciembre 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,5 – 2,5
IACP – Septiembre 2004	2,1	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3
PIB real – Diciembre 2004	0,5	1,6 – 2,0	1,4 – 2,4
PIB real – Septiembre 2004	0,5	1,6 – 2,2	1,8 – 2,8

Recuadro B

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 y difieren en cuanto a los métodos empleados para derivar los supuestos adoptados sobre las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo. Consensus Economics Forecasts y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica utilizan diversos supuestos no especificados. A diferencia de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, las demás previsiones no están normalmente condicionadas por el supuesto de invariabilidad de los tipos de interés a corto plazo en el horizonte temporal contemplado.

Pese a los diferentes supuestos en que se basan, las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente coinciden en señalar que la tasa media interanual de crecimiento del PIB de la zona del euro se situará entre el 1,9% y el 2,25% en el 2005, y entre el 2,25% y el 2,5% en el 2006. Las previsiones realizadas para el 2005 son muy similares. Para el 2006, las previsiones elaboradas por la Comisión Europea y la encuesta a expertos en previsión económica prevén un crecimiento interanual del PIB del 2,2%, mientras que la de la OCDE sitúa la tasa de crecimiento en el 2,5%.

Debe tenerse en cuenta que las tasas de crecimiento interanual que figuran en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no están corregidas por el número de días laborales de cada año. En el 2004, debido al mayor número de días laborales, la tasa media de crecimiento interanual no corregida por el número de días laborales de la zona del euro se situará en torno a un cuarto de punto porcentual por encima de la tasa de crecimiento corregida por el número de días laborales. En consecuencia, tanto las previsiones de la Comisión Europea como las del FMI para el 2005 contemplan un incremento de la tasa de crecimiento del PIB de la zona del euro corregida por el número de días laborales. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE figuran tasas de crecimiento interanuales corregidas por el número de días laborales, mientras que las demás previsiones no especifican si los datos están corregidos por el número de días laborales.

Tabla A: Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	2004	2005	2006
Comisión Europea	Oct. 2004	2,1	2,0	2,2
FMI	Sep. 2004	2,2	2,2	n. d.
OCDE	Nov. 2004	1,8	1,9	2,5
Consensus Economics Forecasts	Nov. 2004	1,9	1,9	n. d.
Encuesta a expertos en previsión económica	Nov. 2004	1,9	2,0	2,2

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2004 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de septiembre del 2004; Economic Outlook de la OCDE n° 76; Consensus Economic Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica. En las previsiones de la Comisión Europea y en las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI figuran tasas de crecimiento no corregidas por el número de días laborales.

Las previsiones señalan una reducción de la tasa de inflación anual medida por el IAPC, situándola entre el 1,8% y el 1,9% en el 2005, excepto las de la OCDE que prevé una tasa del 2,0%. Para el 2006, tanto la Comisión Europea como la OCDE prevén que la inflación medida por el IAPC disminuya, situándose entre el 1,7%, mientras que la encuesta de expertos en previsión económica prevé una tasa del 1,9%.

Tabla B: Comparación entre previsiones de inflación de la zona del euro medida por el IAPC

(tasas de variación interanual)

	Fecha de publicación	2004	2005	2006
Comisión Europea	Oct. 2004	2,1	1,9	1,7
FMI	Sep. 2004	2,1	1,9	n. d.
OCDE	Nov. 2004	2,1	2,0	1,7
Consensus Economics Forecasts	Nov. 2004	2,2	1,9	n. d.
Encuesta a expertos en previsión económica	Nov. 2004	2,1	1,9	1,9

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2004 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de septiembre del 2004; Economic Outlook de la OCDE n° 76; Consensus Economic Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.