



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

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

A partir de los datos disponibles hasta el 24 de mayo de 2011, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro.<sup>1</sup> Apoyado por una demanda mundial sostenida y el fortalecimiento de la inversión, por las medidas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero y por la orientación aún acomodaticia de la política monetaria, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 1,5% y el 2,3% en 2011 y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012. Debido principalmente a las fuertes subidas experimentadas recientemente por los precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC general se mantendrá por encima del 2,0% hasta el final de 2011. A partir de entonces, los precios de las materias primas se moderarán y, a medida que los efectos directos de sus anteriores subidas desaparezcan, la inflación media anual descenderá. En cambio, las presiones sobre los precios internos se intensificarán debido al aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva y de las tensiones en los mercados de trabajo, así como a la transmisión gradual y parcial de las anteriores subidas de los precios de las materias primas. La tasa media de inflación medida por el IAPC general se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,1% y el 2,3% en 2012.

### Recuadro 1

#### 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 18 de mayo de 2011.<sup>1</sup> El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene 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. Según esta metodología el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 1,6% en 2011 y del 2,3% en 2012. 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 4,5% en 2011 y del 4,8% en 2012. En cuanto a las condiciones de financiación, el escenario de referencia de las proyecciones incluye el supuesto de que, durante el horizonte considerado, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés a corto plazo se reducirán debido a la transmisión gradual de las subidas de los tipos de mercado a plazo y al descenso del riesgo de impago tanto de las sociedades no financieras como de los hogares. Se considera que los diferenciales frente a los tipos de interés a largo plazo aumentarán gradualmente durante el horizonte de las proyecciones, tras haberse reducido notablemente en el último trimestre de 2010, y habrán retornado a un nivel compatible con su media histórica al final del horizonte contemplado. Se estima que las condiciones crediticias en el conjunto de la zona del euro seguirán normalizándose aunque aún continuarán afectando negativamente a la actividad en el horizonte de las proyecciones. 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 111,1 dólares estadounidenses en 2011 y 108,0 en 2012. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses aumentarán en un 20,4% en 2011 y un 1,2% en 2012.

<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 de 2001), disponible en la dirección del BCE en Internet, se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. Para 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 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.

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 1,42 en 2011 y en 1,43 en 2012, y que el tipo de cambio efectivo del euro, en promedio, se apreciará moderadamente en un 0,8% en 2011 y un 0,4% en 2012.

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 fecha de 24 de mayo de 2011, 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.

1 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del período considerado en las proyecciones. Los supuestos relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2012 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

## ENTORNO INTERNACIONAL

La recuperación de la economía mundial continúa y está adquiriendo un carácter crecientemente autosostenido. Aunque la recuperación está cada vez más arraigada en las economías industrializadas, las repercusiones de la crisis financiera seguirán restándole fuerza, frustrando así las perspectivas de una recuperación rápida de los mercados de trabajo. Esto contrasta notablemente con la situación en las economías emergentes de rápido crecimiento, que están operando a niveles próximos, y en algunos casos superiores, al de plena capacidad, y en las que persisten presiones que favorecen el recalentamiento. Desde la publicación de las anteriores proyecciones en marzo de 2011, las tensiones políticas se han intensificado en Oriente Medio y el Norte de África, y Japón ha sufrido desastres naturales y nucleares. Aunque esos acontecimientos han añadido incertidumbre a las perspectivas mundiales, no se prevé que desestabilicen la recuperación mundial. El crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro aumentará desde el 4,5% en 2011 hasta el 4,7% en 2012. El crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se situará en el 8,3% en 2011 y en el 7,9% en 2012.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Tras una expansión relativamente moderada en el segundo semestre de 2010, el crecimiento del PIB real repuntó con especial vigor en el primer trimestre de 2011, situándose en una tasa intertrimestral del 0,8%. La desagregación sugiere que la demanda interna, y en especial la inversión, contribuyeron significativamente al crecimiento del PIB real durante ese período. En particular, la actividad de construcción parece haberse recuperado de su debilidad derivada de las condiciones meteorológicas en el cuarto trimestre. A medida que este efecto temporal alcista desaparezca, parece probable una moderación del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. A más largo plazo, la actividad económica seguirá recuperándose, apoyada principalmente por una demanda mundial sostenida y por el fortalecimiento de la inversión. La demanda interna contribuirá cada vez más al crecimiento del PIB real, mientras que la contribución de la demanda exterior neta será decreciente, aunque aún positiva, durante el horizonte de las proyecciones. En general, en consonancia con los patrones observados tras anteriores crisis financieras, se estima que el PIB real se recuperará lentamente y alcanzará su nivel anterior a la crisis a lo largo de 2012. En términos anuales, el PIB real aumentará entre un 1,5% y un 2,3% en 2011 y entre un 0,6% y un 2,8% en 2012.

Más concretamente, el crecimiento del consumo privado será moderado en 2011 debido a que la subida de los precios de las materias primas afectará negativamente al crecimiento de la renta real disponible. En los meses siguientes la disminución de las presiones inflacionistas y el crecimiento tanto del empleo como de la remuneración por asalariado permitirán la recuperación de las tasas de crecimiento de la renta real disponible y, en consecuencia, del consumo privado. La tasa de ahorro descenderá en 2011, como reflejo de la mejora de la confianza, y se mantendrá prácticamente sin variación en los meses siguientes. Debido a la mejora gradual del empleo, la tasa de desempleo se mantendrá estable durante la mayor parte de 2011 y se reducirá lentamente a partir de entonces.

La inversión privada no residencial aumentará con relativo vigor durante el horizonte de las proyecciones, apoyada por la fuerte confianza empresarial, el repunte gradual de la demanda, la aparición de cuellos de botella en la capacidad y la disminución de las restricciones financieras. En cambio, el crecimiento de la inversión residencial seguirá siendo bastante moderado hasta 2012 debido a los ajustes que se están produciendo en los mercados de la vivienda en algunos países. Conforme a los programas de saneamiento anunciados en varios países de la zona del euro, la inversión pública se reducirá en el horizonte de las proyecciones.

Tras el fuerte aumento de la demanda exterior en 2010, el ritmo de crecimiento de las exportaciones se debilitará, aunque seguirá siendo relativamente intenso, en 2011 y 2012. Se proyecta que el crecimiento de las importaciones experimente una evolución similar. En general, la demanda exterior neta realizará una contribución decreciente, aunque aún positiva, al crecimiento del PIB durante el horizonte de las proyecciones.

#### Cuadro 1: Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

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

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
PIB real	1,7	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Consumo privado	0,8	0,6 – 1,2	0,4 – 2,2
Consumo público	0,6	-0,4 – 0,6	-0,5 – 0,9
Formación bruta de capital fijo	-0,9	2,0 – 4,2	1,1 – 5,9
Exportaciones (bienes y servicios)	11,1	5,8 – 9,6	2,6 – 10,6
Importaciones (bienes y servicios)	9,3	4,3 – 7,9	2,6 – 10,0

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

2) Datos relativos a la zona del euro incluida Estonia, excepto el dato del IAPC en 2010. La tasa media de variación anual del IAPC en 2011 se basa en una composición de la zona del euro en 2010 que ya incluye a Estonia.

Se estima que la crisis ha afectado negativamente al crecimiento potencial, aunque la magnitud exacta de ese impacto sigue siendo muy incierta. En consecuencia, las proyecciones sobre crecimiento potencial, y por consiguiente sobre la brecha de producción, están rodeadas de un grado de incertidumbre superior incluso al habitual. Pese a ello, se proyecta que el crecimiento potencial se recupere ligeramente durante el horizonte considerado, aunque a tasas considerablemente inferiores a las anteriores a la crisis, como reflejo de las menores contribuciones del trabajo y el capital. La correspondiente brecha de producción negativa estimada se reducirá previsiblemente durante el horizonte de las proyecciones.

#### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Debido principalmente a las fuertes subidas recientemente experimentadas por los precios del petróleo, la inflación medida por el IAPC general se mantendrá en niveles superiores al 2,0% hasta principios de 2012. A partir de entonces, las presiones sobre los precios de las materias primas se moderarán y, a medida que los efectos directos de sus recientes subidas desaparezcan, la inflación media anual descenderá. En cambio, las presiones sobre los precios internos se intensificarán debido al aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva y de las tensiones en los mercados de trabajo, así como a la transmisión gradual y parcial de las anteriores subidas de los precios de las materias primas. La tasa media de inflación medida por el IAPC general se situará entre el 2,5% y el 2,7% en 2011, y entre el 1,1%

y el 2,3% en 2012. La tasa de crecimiento del IAPC excluidos los alimentos y la energía aumentará gradualmente durante todo el horizonte de las proyecciones.

Más concretamente, tras el fuerte aumento experimentado en el primer trimestre de 2011, debido principalmente al alza de los precios internacionales de las materias primas, las presiones externas sobre los precios disminuirán hasta el final del horizonte considerado. Este perfil refleja en gran medida la previsible moderación de la evolución de los precios de las materias primas y la reciente apreciación del euro. En contraste, las presiones internas sobre los precios aumentarán ligeramente durante el horizonte de las proyecciones. El crecimiento de la remuneración nominal por asalariado aumentará gradualmente, como reflejo de las mejoras en los mercados de trabajo y, en cierta medida, de los efectos retardados del aumento de la inflación medida por los precios de consumo en 2011, debido en parte a los mecanismos de indexación de los salarios existentes en algunos países de la zona del euro. Debido al vencimiento escalonado de los salarios nominales negociados y al vigoroso repunte de la inflación medida por los precios de consumo, la remuneración real por asalariado descenderá en 2011 y se recuperará ligeramente durante el resto del horizonte considerado en las proyecciones. Tras reducirse en 2010, el crecimiento de los costes laborales unitarios volverá a ser positivo en 2011 y repuntará en 2012 como consecuencia de la moderación de las ganancias de productividad del trabajo y del aumento gradual de la tasa de crecimiento de la remuneración nominal por asalariado. Tras recuperarse de manera pronunciada en 2010, los márgenes de beneficios crecerán menos en 2011 y experimentarán una ligera aceleración en los meses siguientes. La contracción inicial del crecimiento de los márgenes de beneficios obedece a cierto amortiguamiento del cambio de tendencia de los costes laborales unitarios, mientras que su ulterior aumento se deriva de la mejora de la demanda agregada. Con todo, los márgenes de beneficios se mantendrán en niveles inferiores a los de 2007 durante el horizonte de las proyecciones. Sobre la base de las medidas ya anunciadas, se estima que los impuestos indirectos y los aumentos de los precios administrados también contribuirán positivamente a la inflación medida por el IAPC en 2011.

## COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DE 2011

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de marzo de 2011, el intervalo de crecimiento del PIB real proyectado para 2011 se ha revisado al alza debido fundamentalmente a un nivel del PIB en el primer trimestre de 2011 más favorable de lo previsto. Para 2012, el intervalo se mantiene en general sin cambios. En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para 2011 también se ha revisado al alza, como reflejo fundamentalmente de la subida de los precios de la energía. El intervalo para 2012 se ha estrechado ligeramente.

**Cuadro 2 Comparación con las proyecciones de marzo de 2011**

(tasas medias de variación anuales)

	<b>2011</b>	<b>2012</b>
PIB real – marzo 2011	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
PIB real – junio 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
IAPC – marzo 2011	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
IAPC – junio 2011	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

## Recuadro 2

### PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

Diversas organizaciones internacionales e instituciones privadas han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. Sin embargo, 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 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 (véase el cuadro que figura a continuación).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 2,0% en 2011, y entre el 1,7% y el 2,0% en 2012. Todas estas previsiones se encuadran dentro de los intervalos proyectados por los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras instituciones estiman que la inflación media anual medida por el IAPC se situará entre el 2,3% y el 2,6% en 2011, y entre el 1,6% y el 1,9% en 2012. A excepción de la proyección del FMI sobre la inflación medida por el IAPC en 2011, que se basa en supuestos diferentes sobre los precios de las materias primas, todas las previsiones se encuadran dentro de los intervalos proyectados por 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	
		2011	2012	2011	2012
FMI	Abril 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics Forecasts	Mayo 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OCDE	Mayo 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Comisión Europea	Mayo 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Junio 2011	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera de 2011; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril de 2011; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2011; Consensus Economics Forecasts; 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 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.

© Banco Central Europeo, 2011

Dirección: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Alemania  
Apartado de correos: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Fax: +49 69 1344 6000  
Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Todos los derechos reservados.  
Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.