



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 20 de noviembre de 2008, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009, y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010.

### 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 energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de noviembre de 2008.<sup>1</sup> El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Dichos tipos 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 implica un nivel general medio de los tipos de interés a corto plazo del 4,7% en el 2008, seguido de un descenso hasta el 2,8% en el 2009 y de una recuperación hasta el 3,2% en el 2010. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un ligero ascenso, desde una media del 4,4% en el 2008, hasta el 4,5% en el 2009 y el 4,7% en el 2010.<sup>2</sup> El escenario de referencia de las proyecciones también incluye el supuesto de que los diferenciales de los préstamos bancarios siguen incrementándose desde su nivel actual, como reflejo del aumento de la percepción del riesgo en los mercados financieros. 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 99,9 dólares estadounidenses por barril en el 2008, en 67,3 en el 2009 y en 76,6 en el 2010. Se considera que los precios internacionales de los alimentos se incrementarán de forma acusada en un 28,9% en el 2008, y que se reducirán en un 9,7% en el 2009 y aumentarán en un 4,9% en el 2010. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias), en dólares estadounidenses, aumentarán previsiblemente un 3,5% en el 2008, descenderán un 22,9% en el 2009, y se incrementarán un 5,4% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán sin variación en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situaría en 1,27 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2008 un 4,1% superior a la media del 2007 y en el 2009 un 5,5% inferior a la media del 2008.

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 2008, e incluyen todas las medidas que ya han sido

<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 a las proyecciones, se presentan intervalos que corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta nueva técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges» (BCE, septiembre del 2008) que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. En el momento actual, en vista de las circunstancias económicas y financieras excepcionales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es posiblemente mayor de lo habitual.

aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas por los gobiernos y probablemente se aprueben 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 2010. Los supuestos referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el final del 2009 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.
- 2 Véase el recuadro 4 de la sección 2 del Boletín Mensual de diciembre del 2008.

## ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas económicas mundiales se han visto considerablemente afectadas por la desaceleración económica que actualmente se extiende a todas las economías industrializadas. El aumento de las tensiones financieras, el actual ajuste del mercado de la vivienda y la intensificación de los efectos de contagio desde Estados Unidos hacia otras economías se han traducido en un significativo deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. A corto plazo, la desaceleración cíclica mundial reflejaría principalmente las débiles perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y de otras economías industrializadas, aunque también se espera una ralentización de la actividad de los mercados emergentes, que se enfrentan a una demanda externa más débil y a los efectos de contagio negativos derivados de la evolución financiera.

El crecimiento económico fuera de la zona del euro será débil hasta principios del 2009 y, a partir de entonces, comenzará a recuperarse de forma muy gradual, estimulado por políticas macroeconómicas acomodaticias, por la progresiva suavización de las tensiones financieras y por el descenso de los precios de las materias primas. Debido a la gran atonía del comercio mundial, la demanda externa de la zona del euro se mantendrá moderada hasta mediados del 2009 y se recuperará muy lentamente a partir de entonces. Las principales contribuciones a la demanda externa de la zona del euro provendrán de mercados emergentes y de países exportadores de petróleo, mientras que las contribuciones de las economías industrializadas seguirán siendo más limitadas.

En conjunto, se proyecta que el crecimiento anual del PIB real fuera de la zona del euro se sitúe en promedio en el 3,9% en el 2008, en el 2,4% en el 2009 y el 3,6% en el 2010. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría alrededor del 4,7% en el 2008, del 2,5% en el 2009 y del 5,0% en el 2010.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La zona del euro se enfrenta a un período prolongado de debilidad económica mundial y a condiciones de financiación restrictivas, que se espera se traduzcan en tasas negativas de crecimiento intertrimestral del PIB hasta mediados del 2009. La posterior recuperación muy moderada reflejaría la mejora gradual del entorno exterior —en concreto, se estima que las presiones sobre los precios de las materias primas disminuirán considerablemente—, así como el descenso esperado de los tipos de interés a corto plazo y la progresiva atenuación en la zona del euro de los efectos de contagio negativos derivados de la evolución financiera. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe en un intervalo comprendido entre el 0,8% y el 1,2% en el 2008, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. La debilidad del crecimiento en la zona del euro refleja la moderada actividad mundial y el estancamiento de la demanda interna.

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

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

	2007	2008	2009	2010
IAPC	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1
PIB real	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5
Consumo privado	1,6	0,1-0,5	-0,3-0,7	0,6-1,8
Consumo público	2,3	1,9-2,3	1,3-1,9	1,3-1,9
Formación bruta de capital fijo	4,2	0,2-1,2	-6,0--3,0	-2,4-1,0
Exportaciones (bienes y servicios)	5,9	2,4-3,4	-1,4-1,0	2,3-4,9
Importaciones (bienes y servicios)	5,4	2,0-3,0	-1,9-1,1	1,4-5,2

1) Las proyecciones relativas al PIB real y a 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 proyecciones relativas al 2009 incluyen a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. 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.

En particular, a corto plazo, las exportaciones de la zona del euro reflejarán la desaceleración mundial y los efectos retardados de las anteriores pérdidas de competitividad de precios de la zona del euro. La recuperación de las exportaciones en el 2009 se explicaría por un mayor crecimiento de la demanda externa y por la mejora de la competitividad de precios, derivada fundamentalmente de la reciente depreciación del euro.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, la inversión total se verá afectada muy significativamente por las restrictivas condiciones de financiación y por la debilidad de la actividad mundial durante el horizonte contemplado. Asimismo, según las proyecciones, la disminución de los márgenes de beneficio tendría un efecto moderador sobre la inversión privada no residencial, y las actuales correcciones en los mercados inmobiliarios de algunos países de la zona del euro se reflejarían en la inversión residencial. En cambio, el crecimiento de la inversión pública, tras reducirse durante la mayor parte del 2008, se recuperará en el 2009, apoyando así la inversión total. En general, se proyectan tasas de crecimiento anual de la inversión total en capital fijo entre el 0,2% y el 1,2% en el 2008, entre el -6,0% y el -0,3% en el 2009, y entre el -2,4% y el 1,0% en el 2010.

También se espera una moderación del crecimiento del consumo privado en el período analizado. La trayectoria proyectada refleja en gran medida la evolución de la renta real disponible, que se vería afectada por el descenso del empleo. El modesto crecimiento del consumo también está relacionado con un nuevo aumento del ahorro por motivo precaución en el período 2008-2009 en vista de la elevada incertidumbre económica, del alza del desempleo y del descenso de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda. Se espera que el consumo público crezca en el horizonte de las proyecciones a una tasa más sostenida.

En consonancia con el perfil de la demanda interna y de las exportaciones, se espera un menor crecimiento de las importaciones de la zona del euro en el 2008 y el 2009. Puesto que las importaciones aumentarían menos que las exportaciones, se proyecta una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el período considerado.

El empleo se reducirá durante el horizonte considerado por efecto de la proyectada debilidad de la actividad económica. En el 2009, la demanda de trabajo también se verá afectada por aumentos de los salarios reales, debido a las renovaciones de contratos celebrados anteriormente. Asimismo, las perspectivas de inversión en vivienda sugieren que el sector de la construcción contribuirá negativamente al crecimiento del empleo. Según las proyecciones, en el período 2009-2010, la tasa de crecimiento de la población activa se situará en niveles muy inferiores a los observados desde el 2002, debido principalmente al efecto del «empleado desmotivado» causado por la desaceleración cíclica, pero también al menor crecimiento de la población en edad de trabajar. Como reflejo de las proyecciones de empleo y de los supuestos relativos a la población activa, se espera que la tasa de desempleo aumente significativamente durante el período objeto de análisis.

## PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

En conjunto, en términos interanuales, la inflación medida por el IAPC alcanzó un máximo del 4,0% en julio del 2008. Tras el descenso de los precios de las materias primas y como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas, se espera que la inflación anual media medida por el IAPC se reduzca de forma acusada desde un intervalo comprendido entre el 3,2% y el 3,4% en el 2008, hasta situarse entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009, y que repunte hasta un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. El perfil en forma de «U» de la inflación reflejaría principalmente los efectos de anteriores incrementos de los precios de las materias primas (véase el recuadro 6 de la sección 3 del Boletín Mensual de diciembre del 2008). Se espera que el IAPC, excluida la energía, observe una trayectoria descendente más suave en el horizonte de las proyecciones.

Más concretamente, las presiones de los precios externos disminuirían hasta el final del 2009, reflejando principalmente la evolución pasada y futura estimada de los precios de las materias primas. Posteriormente, se espera que los efectos de la reciente depreciación del euro predominen sobre los precios de las importaciones, dando lugar a aumentos ligeramente superiores de los precios de las importaciones en el 2010.

En cuanto a las presiones internas sobre los precios, se estima que la remuneración por asalariado ha aumentado considerablemente en el 2008, como reflejo de la notable subida salarial en los convenios colectivos, tanto en el sector privado como en el público. De cara al futuro, el crecimiento de la remuneración por asalariado perderá algo de vigor durante el período comprendido entre el 2009 y el 2010, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo y de mayor de competencia internacional. Debido a la aceleración de los salarios y, en menor medida, al descenso cíclico de la productividad, los costes laborales unitarios aumentarán significativamente en el 2008, y disminuirán en el 2009 y en el 2010, a medida que los salarios se desaceleren y la productividad se recupere. Tras años de fuertes incrementos, se espera que los márgenes de beneficio disminuyan en el 2008 y en el 2009, absorbiendo parte de las presiones inflacionistas derivadas del alza de los costes laborales unitarios y de los precios de las importaciones, en un contexto de intensificación de la competencia y ralentización de la actividad. Los márgenes de beneficio volverán a aumentar en el 2010, en consonancia con la recuperación de la economía y el crecimiento gradual del PIB.

## COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2008

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para el 2008 y el 2009 se han ajustado a la baja de forma significativa en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de septiembre del 2008. Las revisiones son especialmente notables en relación con el 2009. Estos cambios reflejan el considerable deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo y los ulteriores efectos internos y externos de las actuales perturbaciones financieras en el horizonte considerado.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, los intervalos proyectados actualmente para los dos años considerados son inferiores a los estimados en septiembre del 2008, sobre todo en el caso del 2009. La revisión se debe fundamentalmente a la importante corrección a la baja de los precios estimados de la energía y de los productos agrícolas, y también a los efectos del descenso de la actividad sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

Cuadro 2 Comparación con las proyecciones de septiembre del 2008

(tasas medias de variación anuales)

	2007	2008	2009
PIB real – Septiembre 2008	2,6	1,1-1,7	0,6-1,8
PIB real – Diciembre 2008	2,6	0,8-1,2	-1,0-0,0
IAPC – Septiembre 2008	2,1	3,4-3,6	2,3-2,9
IAPC – Diciembre 2008	2,1	3,2-3,4	1,1-1,7

## Recuadro 2

### 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 otras materias primas. Finalmente, las previsiones presentan diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase cuadro).

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 1,0% y el 1,2% en el 2008, entre el -0,6% y el 0,3% en el 2009, y entre el 0,9% y el 1,6% en el 2010. Por tanto, la mayoría de las previsiones de crecimiento disponibles son, en general, compatibles con los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Respecto a la inflación, las previsiones disponibles estiman que la tasa media de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 3,4% y el 3,5% en el 2008, entre el 1,4% y el 2,2% en el 2009 y entre el 1,3% y el 2,1% en el 2010. Algunas previsiones no se encuadran en los intervalos de las proyecciones de los expertos del Eurosistema para el 2009, ya que muy posiblemente terminaron de elaborarse cuando los precios del petróleo eran más altos y, por tanto, se basaron en supuestos de precios más elevados de las materias primas.

### 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		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
FMI	Noviembre 2008	1,2	-0,5	n/a	3,5	1,9	n/a
Comisión Europea	Octubre 2008	1,2	0,1	0,9	3,5	2,2	2,1
Encuesta a expertos en previsión económica	Octubre 2008	1,2	0,3	1,4	3,4	2,2	2,0
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2008	1,0	-0,2	1,6	3,4	1,8	2,0
OCDE	Noviembre 2008	1,0	-0,6	1,2	3,4	1,4	1,3
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2008	0,8-1,2	-1,0-0,0	0,5-1,5	3,2-3,4	1,1-1,7	1,5-2,1

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2008 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de noviembre del 2008 para el PIB y las perspectivas de la economía mundial, y de octubre del 2008 para el IAPC; Economic Outlook de la OCDE nº 84, noviembre del 2008 (edición preliminar); 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 Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por días laborables.

© Banco Central Europeo, 2008

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

Sitio web: <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.