



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 22 de mayo de 2009, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro<sup>1</sup>. Como reflejo de las desfavorables perspectivas tanto del crecimiento mundial como de la demanda interna, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009. Se espera que a medida que la situación mundial y de la zona del euro mejore, el crecimiento del PIB se sitúe entre el -1,0% y el 0,4% en el 2010. Las proyecciones indican que la inflación se moderará como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica y, a corto plazo, de los efectos de base derivados de los precios de las materias primas. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009, y entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010.

### Recuadro A

#### 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 13 de mayo de 2009<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 que los tipos de interés a corto plazo se mantendrán prácticamente estables en torno al 1,2% entre el segundo y el último trimestre de este año, y que aumentarían en promedio hasta el 1,6% 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 4,2% en el 2009, hasta el 4,6% en el 2010. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta las actuales condiciones de financiación más restrictivas, aunque también incluye el supuesto de que, durante el período considerado en las mismas, los diferenciales de los préstamos bancarios respecto de los tipos de interés mencionados con anterioridad disminuyan ligeramente. Del mismo modo, conforme a los supuestos, las restrictivas condiciones crediticias actuales se suavizarán de forma gradual durante el horizonte temporal contemplado. 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 54,5 dólares estadounidenses por barril en el 2009 y en 65,5 en el 2010. Los precios internacionales de los alimentos se reducirán previsiblemente un 10,9% en el 2009 y se incrementarán de nuevo en el 2010. Los precios de las restantes materias primas (no energéticas y no alimentarias), en dólares estadounidenses, disminuirían de forma significativa un 24,7% en el 2009, y aumentarían un 9,2% en el 2010.

<sup>1</sup> 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 segundo trimestre del 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

<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 temporal, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta 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. Dadas las excepcionales circunstancias económicas y financieras actuales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es mayor de lo habitual.

Se parte del supuesto técnico de que, durante el período abarcado por 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 cual implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,33 en el 2009 y en 1,34 en el 2010 y que, en promedio, el tipo de cambio efectivo del euro será en el 2009 un 0,6% inferior a la media del 2008 y en el 2010 un 0,1% superior a la media del 2009.

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 13 de mayo de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas por los gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

## ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas de la economía mundial continúan viéndose afectadas por la crisis financiera. El comercio internacional experimentó de forma simultánea un desplome sin precedentes a finales 2008 y principios del 2009. La desaceleración se ha producido simultáneamente en numerosos países, a medida que el desplome del comercio internacional ha intensificado los efectos adversos iniciales de las turbulencias financieras. Sin embargo, la tendencia de los indicadores económicos a corto plazo parece haber tocado fondo en los últimos meses y se proyecta que la actividad mundial vuelva a cobrar intensidad a finales del 2009. No obstante, como reflejo de la necesidad generalizada de sanear los balances, el ritmo de crecimiento mundial se mantendrá lento durante el horizonte considerado. En conjunto, el crecimiento del PIB real mundial fuera de la zona del euro se descendería en promedio un 1,6% en el 2009, si bien aumentaría un 2,1% en el 2010. En consecuencia, se espera que el crecimiento de los mercados de exportación de la zona del euro se reduzcan en un 13,0% en el 2009, para recuperarse hasta el 1,0% en el 2010.

## PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

La economía de la zona del euro se ha visto negativamente afectada por la atonía de la economía mundial, la pérdida de confianza y las restrictivas condiciones de financiación. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5% en el primer trimestre del 2009. Este resultado, junto con el crecimiento negativo registrado en los últimos tres trimestres del 2008, tiene un considerable efecto mecánico negativo de hasta -4 puntos porcentuales en la tasa interanual de crecimiento del PIB en el 2009. La disminución observada en el PIB de la zona del euro refleja una brusca contracción de las exportaciones derivada del desplome del comercio internacional. La acusada caída de las exportaciones, junto con el bajo nivel de confianza y las restricciones a la financiación, ha producido un recorte sustancial de la inversión empresarial, mientras que la reducción de las existencias ha lastrado el crecimiento. En consonancia con la reciente estabilización de los indicadores procedentes de las encuestas, que sugieren que el nivel mínimo de crecimiento intertrimestral se alcanzó a principios del 2009, se estima que durante lo que queda de año el descenso de la actividad no se producirá a unas tasas tan negativas como las registradas recientemente. Después de una fase de estabilización, se espera registrar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas a mediados del 2010. Esta trayectoria refleja la continuada mejora de las condiciones mundiales y de la zona del euro proyectada, a medida que los mercados financieros se normalicen y se recobre la confianza, debido en parte a las políticas macroeconómicas de apoyo. El crecimiento medio anual del PIB real proyectado se situará entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009 y repuntará hasta un intervalo de entre -1,0% y 0,4% en el 2010.

Más concretamente, entre los componentes internos del PIB, la inversión total descenderá previsiblemente, experimentando un ajuste a la baja concentrado en el 2009 y tasas de crecimiento cada vez menos negativas en el siguiente año. Se proyecta que la inversión privada no residencial se contraiga, como consecuencia de la debilidad de la demanda externa, la extraordinariamente menor utilización de la capacidad productiva y la disminución de los márgenes de beneficio. Las proyecciones relativas a la inversión residencial reflejan también los ajustes de los precios de la vivienda que se están produciendo en algunos países. En consonancia con las medidas fiscales anunciadas en varios países de la zona del

euro, conforme a los supuestos, la inversión pública en términos reales se incrementará considerablemente en el 2009 y se desacelerará en el 2010.

Asimismo, el crecimiento del consumo privado estimado será moderado en los próximos meses, pero mucho menos que el de otros componentes de la demanda. Esta evolución refleja en gran medida la trayectoria del crecimiento de la renta real disponible. Las proyecciones indican que, en conjunto, la renta real se mantendrá prácticamente estable durante el horizonte temporal considerado. Es previsible que se vea negativamente afectada por la caída del empleo durante todo el período, en especial en el 2009, aunque estará respaldada por el reducido nivel de inflación, así como por las medidas fiscales adoptadas en algunos países de la zona del euro que impulsan las transferencias y reducen los impuestos. Conforme a los supuestos, durante todo el horizonte abarcado por las proyecciones, el aumento del consumo privado será ligeramente inferior al de la renta, ya que se espera que el ahorro por motivo precaución siga siendo elevado, en un contexto de gran incertidumbre económica, de aumento del desempleo, y de disminución de la riqueza de los hogares consecuencia en parte de la moderación de los precios de la vivienda.

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

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

	2008	2009	2010
IAPC	3,3	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4
PIB real	0,6	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
Consumo privado	0,3	-1,3 – -0,5	-1,1 – 0,3
Consumo público	2,0	1,4 – 2,0	0,9 – 1,7
Formación bruta de capital fijo	-0,3	-12,3 – -10,1	-6,1 – -2,1
Exportaciones (bienes y servicios)	0,8	-16,6 – -14,0	-2,0 – 1,0
Importaciones (bienes y servicios)	0,9	-13,8 – -11,2	-3,0 – 1,4

1) Las proyecciones sobre el PIB real y 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 cifras incluyen a Eslovaquia desde el 2008, excepto las relativas al IAPC, que sólo incluyen a dicho país desde el 2009. 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.

Se proyecta que las exportaciones de la zona del euro caigan de forma notable en la primera mitad del 2009, como reflejo del actual deterioro de la demanda externa. A partir de entonces, como consecuencia del repunte de la demanda mundial esperado, las tasas de crecimiento de las exportaciones volverían progresivamente a registrar cifras positivas. Del mismo modo, las importaciones de la zona del euro se reducirían en el 2009, siendo superiores al descenso de la demanda interna esperado, si bien se recuperarían en el 2010, cuando la demanda final se recupere. Dado que la reducción de las exportaciones estimada es superior a la caída de las importaciones, la demanda exterior neta contribuye significativamente al deterioro del PIB en el 2009; se espera que su contribución sea prácticamente neutra en el 2010.

Como reflejo de las proyecciones relativas a la actividad económica, se espera que el número total de horas trabajadas en la zona del euro disminuya durante todo el horizonte contemplado. Aunque en principio se proyecta que el ajuste se produzca mediante una reducción de horas por trabajador, cabe sin embargo esperar que afecte al número de personas empleadas. Asimismo, la característica rigidez de los salarios moderaría la demanda de trabajo en un contexto de acusada desaceleración de la actividad. Como reflejo de las proyecciones de empleo, la tasa de paro aumentaría durante el horizonte de proyección considerado.

#### PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Tras la acusada caída de la inflación medida por el IAPC desde mediados del 2008, las tasas de inflación continuarán previsiblemente disminuyendo hasta mediados del 2009, situándose transitoriamente en

niveles por debajo de cero durante el verano y el otoño de ese año, incrementándose de nuevo a partir de entonces. Esta evolución a corto plazo se debe en gran medida a los fuertes efectos de base a la baja y a los anteriores descensos de los precios de las materias primas. La tasa media de inflación anual proyectada se situará entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009 y repuntará hasta un intervalo de entre el 0,6% y el 1,4% en el 2010. El IAPC, excluida la energía, seguiría una trayectoria descendente hasta el 2010, reflejando el debilitamiento de la demanda agregada.

Más concretamente, las presiones externas sobre los precios disminuirían en el 2009, como consecuencia principalmente de la evolución pasada y futura estimada de los precios de las materias primas. A partir de esa fecha, los precios de importación se recuperarían moderadamente, a medida que tanto los precios de las materias primas como los de los competidores se recuperen ligeramente en todo el mundo.

Por lo que se refiere a las presiones sobre los precios internos, se estima que la remuneración por asalariado se desacelerará notablemente en el 2009, dado el deterioro de los mercados de trabajo, la caída de la inflación y la reducción de las horas trabajadas por asalariado. Las proyecciones señalan que el crecimiento de los salarios disminuirá de forma especialmente significativa en el sector privado, mientras que en el sector público la reacción será más lenta. El crecimiento anual de los costes laborales unitarios aumentaría considerablemente en el 2009, como reflejo de la rigidez de los salarios –derivada, entre otros factores, de los dos años de duración de los contratos– y del lento reajuste de las plantillas ante la acusada reducción del PIB, que se traduce en un crecimiento de la productividad negativo. Sin embargo, a medida que se produzca un repunte de la productividad acorde con la mejora cíclica en el 2010, es previsible que los costes laborales unitarios sean en general estables. Se espera que los márgenes de beneficio absorban el pronunciado aumento de los costes laborales unitarios en el 2009. Posteriormente, a medida que la actividad mejore gradualmente, los márgenes de beneficio se incrementarían de nuevo cuando las empresas traten de recuperar parte de las reducciones previas.

## COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE MARZO DEL 2009

Por lo que respecta al crecimiento del PIB real, los intervalos proyectados para el 2009 se han ajustado a la baja en comparación con los publicados en el Boletín Mensual de marzo del 2009. La revisión refleja casi exclusivamente un crecimiento en el primer trimestre del 2009 mucho más débil del previsto con anterioridad, relacionado con la menor actividad económica en todo el mundo, que reduce sustancialmente tanto las exportaciones como la demanda interna. Los intervalos correspondientes al 2010 se han revisado sólo ligeramente a la baja, reflejando los efectos retardados de la desaceleración de la actividad económica en el 2009.

En cuanto a la inflación medida por el IAPC, el intervalo proyectado para el 2009 se sitúa ligeramente por debajo del estimado en las proyecciones de marzo del 2009, y se mantiene prácticamente sin variación para el 2010. El hecho de que las proyecciones no hayan prácticamente variado se debe a que la incidencia del ritmo de la actividad, inferior al previsto, se ha compensado en gran medida con el aumento de los precios de las materias primas y, en particular, de los del petróleo.

**Cuadro 2 Comparación con las proyecciones de marzo del 2009**

(tasas medias de variación anuales)

	2009	2010
PIB real – Marzo 2009	-3,2 – -2,2	-0,7 – 0,7
PIB real – Junio 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4
IAPC – Marzo 2009	0,1 – 0,7	0,6 – 1,4
IAPC – Junio 2009	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

## 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. 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).

Las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente señalan que el PIB real de la zona del euro se reducirá previsiblemente entre un 3,4% y un 4,2% en el 2009, y que el en 2010 el crecimiento se situará entre el -0,4% y el 0,3% en el 2010. Aunque la mayoría de las previsiones se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema, algunas se sitúan por encima del intervalo proyectado para el 2009, probablemente como reflejo, entre otros extremos, de que se concluyeron antes de que se conociese el avance de Eurostat sobre el crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2009. Al mismo tiempo, todas las previsiones para el 2010 se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de que se dispone estiman que la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará entre el 0,4% y el 0,6% en el 2009, y entre el 0,6% y el 1,3% en el 2010. Por lo tanto, la mayor parte de las previsiones sobre inflación disponibles concuerdan en general con los intervalos estimados en las proyecciones de 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	
		2009	2010	2009	2010
FMI	16 de abril de 2009	-4,2	-0,4	0,4	0,6
Comisión Europea	3 de mayo de 2009	-4,0	-0,1	0,4	1,2
Encuesta a expertos en previsión económica	14 de mayo de 2009	-3,4	0,2	0,5	1,3
Consensus Economics Forecasts	15 de mayo de 2009	-3,7	0,3	0,4	1,2
OCDE	31 de marzo de 2009	-4,1	-0,3	0,6	0,7
Proyecciones de los expertos del Eurosistema	4 de junio de 2009	-5,1 – -4,1	-1,0 – 0,4	0,1 – 0,5	0,6 – 1,4

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2009 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril del 2009; Interim Economic Outlook de marzo del 2009; 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 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, 2009

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.