

# Indicadores de Coyuntura y Previsiones

---

Gabinete de Conyuntura y Estadística de FUNCAS

## PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ENERO-FEBRERO 2004

---

### ***Sin novedad en el frente***

La encuesta sobre previsiones de la economía española llevada a cabo a finales del pasado mes de enero mantiene las cifras de la anterior, realizada dos meses atrás, en cuanto al crecimiento del PIB para 2003 y 2004: 2,4 y 2,8 por 100, respectivamente. La primera cifra se sitúa dentro de un intervalo bastante estrecho (2,3-2,5), lo que es lógico teniendo en cuenta que sólo falta por conocer el último trimestre del año. En cuanto a la segunda, el intervalo es mayor (2,4-3,1), pero tampoco puede considerarse excesivo.

Como se ve en el cuadro 1, ningún panelista ha modificado sus previsiones de crecimiento del PIB para los dos años considerados. Ello significa que la información conocida desde la encuesta anterior (entre la que no se encuentra una nueva estimación de la contabilidad nacional, que suele ser la base de partida principal para la revisión de las previsiones) no ha aportado elementos nuevos a las expectativas existentes.

La composición del crecimiento tampoco registra cambios apreciables respecto a dos meses antes, aunque sí lo hace respecto a seis meses antes. Para 2003 se estima ahora bastante más consumo y algo más de inversión en construcción, compensado todo ello con una contribución más negativa del saldo exterior, sobre todo por la revisión al alza de las importaciones. Los cambios para 2004 van en la misma dirección, pero son de menor cuantía.

### ***Para los próximos trimestres se espera que continúe la suave recuperación iniciada en 2003, basada en un comportamiento menos negativo de la demanda externa***

Las previsiones trimestrales de crecimiento del PIB (cuadro 2) muestran un perfil de suave aceleración. Para el último trimestre de 2003 se espera una tasa interanual del 2,5 por 100, una décima más que la estimada por el INE para el tercero y una décima menos de la avanzada recientemente por el Banco de España. Esta ligera aceleración se mantiene para 2004, hasta alcanzar en el último trimestre un 3 por 100, cifra que puede considerarse como el potencial de la economía española a largo plazo.

La aceleración del PIB entre 2003 y 2004 es menor que la que se prevé para la zona del euro en su conjunto, lo que implica que la ampliación del diferencial de crecimiento que se ha observado durante 2003 se considera transitoria, fruto de los impulsos monetarios y fiscales que fortalecieron la demanda interna española mientras se debilitaba la del resto de la zona del euro, por lo que dicho diferencial tenderá a situarse más en línea con los crecimientos potenciales a largo plazo respectivos. De hecho, la previsión de crecimiento de la demanda interna en 2004 es la misma que en 2003, un 3,3 por 100, con el consumo prácticamente estable en torno al 3 por 100 y la construcción en desaceleración. Sólo la inversión en equipos muestra una recuperación significativa, aunque

CUADRO 1  
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - ENERO-FEBRERO 2004  
Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

|                                  | PIB  |      | Consumo hogares |      | Formac. bruta de capital fijo |      | FBCF construcción |      | FBCF equipo y otra |      | Demanda interna |      | Exportaciones bienes y serv. |      | Importaciones bienes y serv. |      |
|----------------------------------|------|------|-----------------|------|-------------------------------|------|-------------------|------|--------------------|------|-----------------|------|------------------------------|------|------------------------------|------|
|                                  | 2003 | 2004 | 2003            | 2004 | 2003                          | 2004 | 2003              | 2004 | 2003               | 2004 | 2003            | 2004 | 2003                         | 2004 | 2003                         | 2004 |
| AFI.....                         | 2,4  | 2,7  | 3,0             | 3,2  | 3,2                           | 3,7  | 3,7               | 3,1  | 2,4                | 3,9  | 3,2             | 3,3  | 4,5                          | 5,8  | 7,1                          | 7,3  |
| BBVA.....                        | 2,4  | 2,5  | 3,0             | 2,7  | 3,2                           | 3,5  | 3,7               | 1,6  | 2,5                | 6,0  | 3,4             | 3,1  | 5,1                          | 6,4  | 7,9                          | 7,4  |
| Caixa Catalunya.....             | 2,4  | 2,8  | 2,8             | 3,0  | 2,8                           | 2,5  | 3,5               | 2,9  | 2,0                | 2,0  | 3,2             | 3,0  | 4,5                          | 5,8  | 6,8                          | 6,1  |
| Caja Madrid.....                 | 2,4  | 2,9  | 3,1             | 3,1  | 3,2                           | 3,8  | 3,7               | 3,0  | 2,7                | 4,8  | 3,3             | 3,3  | 4,5                          | 6,5  | 7,1                          | 7,4  |
| CEPREDE.....                     | 2,3  | 2,9  | 3,1             | 3,1  | 3,3                           | 4,4  | 3,7               | 4,0  | 2,7                | 4,9  | 3,3             | 3,5  | 4,8                          | 6,1  | 7,6                          | 7,5  |
| Consejo Superior de Cámaras..... | 2,4  | 2,9  | 3,0             | 2,8  | 2,9                           | 3,9  | 3,5               | 3,0  | 2,2                | 5,0  | 2,9             | 3,0  | 6,0                          | 6,7  | 7,2                          | 6,9  |
| FUNCAS.....                      | 2,4  | 3,1  | 3,1             | 3,3  | 3,3                           | 4,0  | 3,8               | 3,1  | 2,6                | 5,2  | 3,3             | 3,7  | 4,8                          | 6,4  | 7,5                          | 7,9  |
| ICAE.....                        | 2,4  | 2,8  | 3,1             | 3,3  | 3,2                           | 3,4  | 3,7               | 3,1  | 2,5                | 3,8  | 3,3             | 3,4  | 4,4                          | 4,0  | 7,3                          | 5,6  |
| ICO.....                         | 2,4  | 3,0  | 3,1             | 3,3  | 3,2                           | 4,5  | 3,7               | 3,8  | 2,5                | 5,2  | 3,3             | 3,6  | 4,7                          | 7,4  | 7,4                          | 8,9  |
| IEE.....                         | 2,5  | 2,9  | 3,0             | 2,9  | 3,1                           | 3,9  | 3,5               | 3,0  | 2,5                | 5,5  | 3,1             | 3,2  | 5,0                          | 6,5  | 6,5                          | 7,0  |
| I. Flores de Lemus.....          | 2,4  | 2,8  | 3,1             | 3,3  | 3,4                           | 3,9  | 3,8               | 2,9  | 2,8                | 5,2  | 3,5             | 3,5  | 4,9                          | 6,5  | 8,2                          | 8,3  |
| Intermoney.....                  | 2,3  | 2,4  | 3,1             | 2,7  | 3,2                           | 2,3  | 3,8               | 2,8  | 2,2                | 2,4  | 3,3             | 2,9  | 4,5                          | 4,9  | 7,4                          | 6,0  |
| La Caixa.....                    | 2,4  | 2,9  | 3,1             | 3,2  | 3,2                           | 3,8  | 3,7               | 3,5  | 2,5                | 4,2  | 3,4             | 3,5  | 4,4                          | 6,7  | 7,4                          | 8,3  |
| Santander Central Hispano.....   | 2,3  | 2,8  | 3,1             | 3,1  | 3,3                           | 4,1  | 3,6               | 2,4  | 2,9                | 6,3  | 3,3             | 3,3  | 4,7                          | 7,1  | 7,6                          | 8,1  |
| CONSENSO (MEDIA).....            | 2,4  | 2,8  | 3,1             | 3,1  | 3,2                           | 3,7  | 3,7               | 3,0  | 2,5                | 4,6  | 3,3             | 3,3  | 4,8                          | 6,2  | 7,4                          | 7,3  |
| Máximo.....                      | 2,5  | 3,1  | 3,1             | 3,3  | 3,4                           | 4,5  | 3,8               | 4,0  | 2,8                | 6,0  | 3,5             | 3,7  | 6,0                          | 7,4  | 8,2                          | 8,9  |
| Mínimo.....                      | 2,3  | 2,4  | 2,8             | 2,7  | 2,8                           | 2,3  | 3,5               | 1,6  | 2,0                | 2,0  | 2,9             | 2,9  | 4,4                          | 4,0  | 6,5                          | 5,6  |
| Diferencia 2 meses antes (1)...  | 0,0  | 0,0  | 0,1             | 0,0  | 0,0                           | 0,0  | 0,0               | 0,0  | 0,0                | -0,1 | 0,0             | 0,0  | 0,0                          | -0,2 | 0,0                          | -0,2 |
| — Suben (2).....                 | 0    | 0    | 1               | 1    | 0                             | 1    | 0                 | 1    | 0                  | 1    | 1               | 0    | 0                            | 1    | 1                            | 0    |
| — Bajan (2).....                 | 0    | 0    | 0               | 0    | 0                             | 1    | 1                 | 1    | 1                  | 1    | 1               | 1    | 2                            | 3    | 2                            | 3    |
| Diferencia 6 meses antes (1)...  | 0,1  | 0,0  | 0,8             | 0,2  | 0,2                           | 0,2  | 0,3               | 0,3  | 0,1                | 0,0  | 0,5             | 0,2  | 0,5                          | 0,2  | 1,7                          | 0,7  |
| <b>Pro memoria:</b>              |      |      |                 |      |                               |      |                   |      |                    |      |                 |      |                              |      |                              |      |
| Gobierno (sep. 2003).....        | 2,3  | 3,0  | 2,8             | 3,1  | 3,3                           | 3,8  | 3,7               | 3,0  | 2,8                | 5,0  | 3,1             | 3,3  | 3,9                          | 6,3  | 6,4                          | 7,0  |
| Comisión UE (oct. 2003).....     | 2,3  | 2,9  | 3,1             | 3,2  | 2,8                           | 3,9  | 3,4               | 3,1  | 1,6                | 4,7  | 3,1             | 3,5  | 4,1                          | 5,5  | 6,4                          | 7,2  |
| FMI (sep. 2003).....             | 2,2  | 2,8  | —               | —    | —                             | —    | —                 | —    | —                  | —    | —               | —    | —                            | —    | —                            | —    |
| OCDE (nov. 2003).....            | 2,3  | 2,9  | 3,4             | 3,5  | 2,8                           | 4,0  | —                 | —    | —                  | —    | 3,3             | 3,7  | 4,1                          | 5,2  | 7,1                          | 7,6  |

(\*) Dato observado, no es previsión.

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

(2) Número de panelistas que modifican el alza (a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

(3) Deflactor del consumo privado.

(4) Remuneración media por puesto de trabajo asalariado equivalente a tiempo completo: incluye todos los conceptos de coste laboral para las empresas.

(5) En términos de Contabilidad Nacional: puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(6) Saldo de la balanza por cuenta corriente, según estimaciones del Banco de España.

(7) Necesidad de financiación frente al resto del mundo. Esta cifra es superior al saldo por c/c en torno al 1 por 100 del PIB.

tampoco excesiva teniendo en cuenta la volatilidad y la rapidez con la que este agregado reacciona en las fases de recuperación.

Así pues, la previsible recuperación del crecimiento viene de la mano del sector exterior, como consecuencia de una aceleración de las exportaciones (del 4,8 por 100 en 2003 al 6,2 por 100 en 2004), mientras las importaciones mantienen prácticamente estable su tasa en torno al 7,3 por 100. En conjunto, la demanda externa neta reduce su contribución negativa al crecimiento del PIB de un punto porcentual en 2003 a seis décimas en 2004.

### **Se estabilizan las bajas perspectivas para la industria**

Tras varias revisiones a la baja de la producción industrial, en esta encuesta se estabilizan las previsiones, resultando un 1,6 por 100 para 2003 y 2,8 por 100 para 2004. Hay que señalar que la encuesta se realizó antes de publicarse el dato de diciembre del IPI y que el crecimiento medio anual de éste ha coincidido con el consenso de previsiones. Respecto a la previsión para 2004, destaca la moderación de la misma, algo que no suele ser usual en las fases de recuperación, ya que la industria no sólo lidera sino que supera ampliamente los ciclos

CUADRO 1 (Continuación)  
**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - ENERO-FEBRERO 2004**  
 Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

| Producción industrial (IPI) |      | IPC (media anual) |         | Costes laborales (4) |      | Empleo (5) |      | Paro (EPA) (Por. pob. activa) |      | Saldo B. Pagos c/c (Por. del PIB) (6) |          | Saldo AA.PP. (Por. del PIB) |      |                                  |
|-----------------------------|------|-------------------|---------|----------------------|------|------------|------|-------------------------------|------|---------------------------------------|----------|-----------------------------|------|----------------------------------|
| 2003                        | 2004 | 2003 (*)          | 2004    | 2003                 | 2004 | 2003       | 2004 | 2003 (*)                      | 2004 | 2003                                  | 2004     | 2003                        | 2004 |                                  |
| —                           | —    | 3,0               | 2,6     | —                    | —    | —          | —    | 11,3                          | 10,9 | -3,0                                  | -2,9     | 0,0                         | 0,1  | .....AFI                         |
| 1,7                         | 1,4  | 3,0               | 2,5     | 3,9                  | 3,8  | 1,6        | 1,5  | 11,3                          | 11,7 | -2,7                                  | -2,3     | 0,2                         | 0,1  | .....BBVA                        |
| 1,7                         | 2,4  | —                 | —       | —                    | —    | —          | —    | 11,3                          | 11,1 | —                                     | —        | —                           | —    | .....Caixa Catalunya             |
| 1,6                         | 2,9  | 3,0               | 2,7     | 3,7                  | 3,2  | 1,8        | 2,1  | 11,3                          | 10,9 | -2,9                                  | -2,4     | 0,0                         | 0,0  | .....Caja Madrid                 |
| 1,6                         | 2,9  | 3,0               | 2,5     | 3,9                  | 3,8  | 1,8        | 2,0  | 11,3                          | 11,3 | -2,4                                  | -2,3     | -0,1                        | -0,2 | .....CEPREDE                     |
| 1,7                         | 3,3  | 3,0               | 2,8     | --                   | --   | 1,8        | 1,6  | 11,3                          | 11,0 | -2,6                                  | -2,4     | 0,0                         | 0,0  | .....Consejo Superior de Cámaras |
| 1,6                         | 2,7  | 3,0               | 2,6     | 4,1                  | 3,8  | 1,8        | 2,3  | 11,3                          | 11,0 | -3,0                                  | -3,1     | 0,2                         | 0,3  | .....FUNCAS                      |
| 1,4                         | 2,7  | 3,0               | 2,7     | 4,0                  | 3,4  | 1,9        | 2,1  | 11,3                          | 11,1 | -2,7                                  | -2,5     | 0,0                         | 0,0  | .....ICAE                        |
| 1,6                         | 4,0  | 3,0               | 2,5     | 3,7                  | 3,2  | 1,7        | 2,1  | 11,3                          | 10,9 | -2,7                                  | -2,6     | 0,2                         | 0,0  | .....ICO                         |
| 2,0                         | 3,5  | 3,0               | 2,9     | 3,8                  | 3,5  | 1,7        | 1,8  | 11,3                          | 11,0 | -2,6                                  | -2,5     | 0,2                         | 0,0  | .....IEE                         |
| 1,7                         | 2,8  | 3,0               | 2,8     | 3,9                  | 3,7  | 1,8        | 1,9  | 11,3                          | 10,3 | -3,0                                  | -3,3     | 0,0                         | -0,1 | .....I. Flores de Lemus          |
| 1,5                         | 2,0  | 3,0               | 3,1     | 3,5                  | 3,3  | 2,2        | 2,3  | 11,3                          | 11,0 | -2,9                                  | -2,2     | 0,2                         | -0,3 | .....Intermoney                  |
| 1,6                         | 3,4  | 3,0               | 2,3     | 3,8                  | 3,0  | 1,8        | 2,0  | 11,3                          | 11,0 | -3,1                                  | -2,8     | 0,0                         | 0,0  | .....La Caixa                    |
| —                           | —    | 3,0               | 2,8     | —                    | —    | 1,5        | 1,5  | 11,3                          | 11,4 | -2,5                                  | -2,3     | 0,5                         | 0,0  | .....Santander Central Hispano   |
| 1,6                         | 2,8  | 3,0               | 2,7     | 3,8                  | 3,5  | 1,8        | 1,9  | 11,3                          | 11,0 | -2,8                                  | -2,6     | 0,1                         | 0,0  | .....CONSENSO (MEDIA)            |
| 2,0                         | 4,0  | 3,0               | 3,1     | 4,1                  | 3,8  | 2,2        | 2,3  | 11,3                          | 11,7 | -2,4                                  | -2,2     | 0,2                         | 0,3  | .....Máximo                      |
| 1,4                         | 1,4  | 3,0               | 2,3     | 3,5                  | 3,0  | 1,6        | 1,5  | 11,3                          | 10,3 | -3,1                                  | -3,3     | -0,1                        | -0,3 | .....Mínimo                      |
| 0,1                         | 0,0  | -0,1              | -0,1    | 0,0                  | 0,0  | 0,0        | 0,0  | -0,1                          | -0,1 | 0,0                                   | -0,1     | 0,0                         | 0,0  | ..Diferencia 2 meses antes (1)   |
| 7                           | 2    | 2                 | 1       | 2                    | 2    | 1          | 0    | 3                             | 1    | 3                                     | 2        | 3                           | 3    | .....Suben (2)                   |
| 3                           | 2    | 9                 | 9       | 2                    | 0    | 0          | 0    | 5                             | 3    | 4                                     | 5        | 1                           | 1    | .....Bajan (2)                   |
| -0,6                        | -0,5 | 0,0               | -0,1    | 0,0                  | 0,1  | 0,2        | 0,0  | -0,2                          | -0,3 | -0,2                                  | -0,1     | 0,3                         | 0,2  | ..Diferencia 6 meses antes (1)   |
| <b>Pro memoria:</b>         |      |                   |         |                      |      |            |      |                               |      |                                       |          |                             |      |                                  |
| —                           | —    | 3,2 (3)           | 2,7 (3) | 4,0                  | 3,2  | 1,8        | 1,9  | 11,3                          | 11,0 | -2,6 (7)                              | -2,6 (7) | 0,0                         | 0,0  | .....Gobierno (sep. 2003)        |
| —                           | —    | 3,1               | 2,8     | 4,2                  | 3,8  | 1,7        | 2,0  | 11,3                          | 10,9 | -3,1                                  | -3,2     | 0,0                         | 0,1  | .....Comisión UE (oct. 2003)     |
| —                           | —    | 3,1               | 2,7     | —                    | —    | —          | —    | 11,4                          | 11,0 | -2,7                                  | -2,7     | -0,2                        | -0,2 | .....FMI (sep. 2003)             |
| —                           | —    | 3,2               | 2,8     | —                    | —    | —          | —    | 11,4                          | 11,0 | -3,6                                  | -4,0     | 0,1                         | 0,2  | .....OCDE (nov. 2003)            |

**SIGLAS:**

AFI: Analistas Financieros Internacionales.

BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

CEPREDE: Centro de Predicción Económica, Univ. Autónoma de Madrid.

FUNCAS: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

ICAE: Instituto Complutense de Análisis Económico.

ICO: Instituto de Crédito Oficial.

IEE: Instituto de Estudios Económicos.

I. FLORES DE LEMUS: Inst. Flores de Lemus de la Univ. Carlos III de Madrid.

La Caixa: Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

UE: Unión Europea.

de la economía en su conjunto. Ello se explica por el carácter atípico de esta recuperación, liderada por la demanda interna, mientras que en ocasiones anteriores la base de la misma eran las exportaciones, que fundamentalmente son de productos industriales. La progresiva pérdida de competitividad derivada del diferencial de inflación, la apreciación del euro y los efectos de la deslocalización de los procesos industriales pueden explicar el escaso dinamismo previsto para la industria española.

**Las previsiones de inflación, a la baja**

Respecto al IPC, el dato de diciembre (2,6 por 100 interanual) fue mejor de lo previsto y la media

anual de 2003 se situó en el 3 por 100, una décima por debajo del consenso de la anterior encuesta. La previsión para 2004 registra una nueva revisión a la baja de una décima porcentual, hasta el 2,7 por 100. Esta revisión es apoyada por nueve de los catorce panelistas. La apreciación del euro es un factor importante que apoyará la reducción de la inflación en 2004, al igual que la moderación de los costes laborales. Para éstos se prevé un aumento del 3,5 por 100, tres décimas menos que en 2003, que se elevan a seis décimas en términos de costes por unidad de producto (del 3,2 al 2,6 por 100). Teniendo en cuenta estos dos factores, y bajo una hipótesis de ligera tendencia a la baja de los precios del petróleo, incluso podría pensarse que la inflación se redujera en 2004 más de lo previsto actualmente.

CUADRO 2  
PREVISIONES TRIMESTRALES - ENERO-FEBRERO 2004 (1)  
Variación interanual en porcentaje

|                          | 2003-I | 2003-II | 2003-III | 2003-IV | 2004-I | 2004-II | 2004-III | 2004-IV |
|--------------------------|--------|---------|----------|---------|--------|---------|----------|---------|
| PIB (2).....             | 2,2    | 2,3     | 2,4      | 2,5     | 2,6    | 2,8     | 2,8      | 3,0     |
| Consumo hogares (2)..... | 3,0    | 3,0     | 3,2      | 3,1     | 3,1    | 3,0     | 3,1      | 3,2     |
| IPC.....                 | 3,8    | 2,9     | 2,9      | 2,7     | 2,5    | 2,7     | 2,7      | 2,7     |

(1) Medias de las previsiones de las entidades privadas del cuadro 1.

(2) Según la serie corregida de estacionalidad y calendario laboral.

### Se mantienen sin cambios las previsiones de empleo, pero bajan de nuevo las del paro

Respecto al mercado laboral, no cambian respecto a la encuesta anterior las previsiones de crecimiento del empleo en términos de contabilidad nacional: 1,8 por 100 para 2003 y 1,9 por 100 para 2004. Como se ve, la aceleración de éste en el próximo año se prevé menor que la del PIB, lo que supone que mejora la tasa de crecimiento de la productividad por ocupado. Ello, junto a la moderación de los salarios *per cápita*, contribuye a la desaceleración de los costes laborales unitarios comentada.

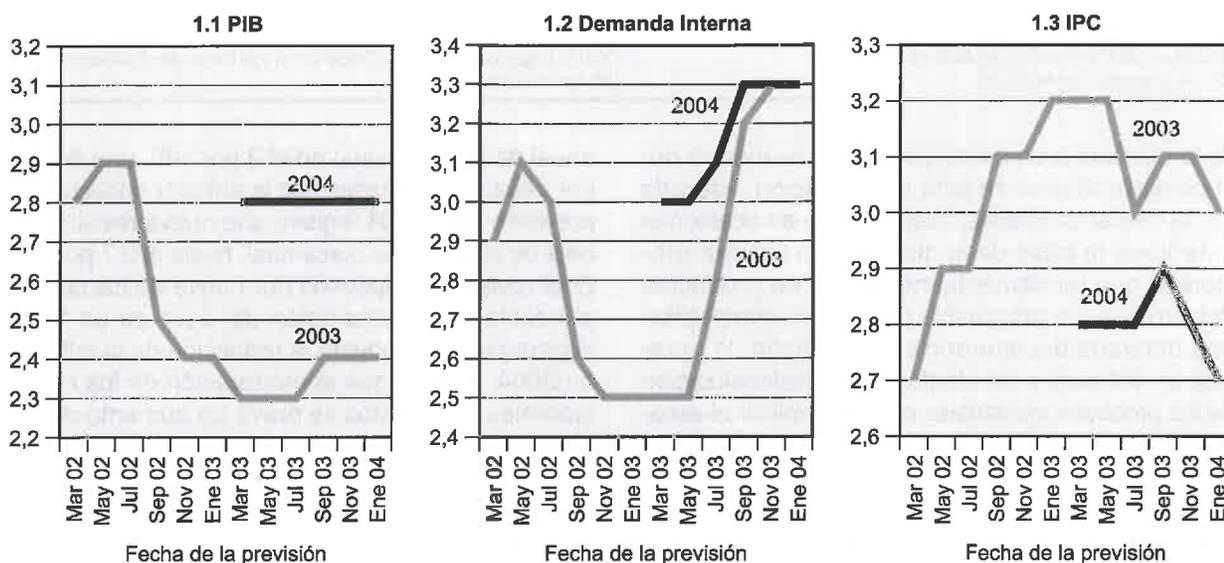
Tras la publicación de la EPA del cuarto trimestre, la tasa de paro media anual se situó en 2003 en el 11,3 por 100, una décima por debajo de lo

previsto por el panel en la anterior encuesta. Para 2004, la cifra de consenso se sitúa en el 11 por 100, también una décima por debajo de la anterior encuesta. Sorprende la escasa reducción del paro teniendo en cuenta que el crecimiento del PIB se acercará ya el próximo año a su tasa tendencial de largo plazo, lo que se explica por el elevado ritmo de aumento de la oferta de trabajo, ligado al fenómeno de la inmigración y al aumento de la tasa de participación femenina.

### Déficit frente al resto del mundo y superávit público

No se registran apenas cambios respecto a los saldos de la balanza de pagos y las cuentas públi-

GRÁFICO 1  
PREVISIONES DE CRECIMIENTO MEDIO ANUAL  
(Valores de consenso)



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

CUADRO 3  
**PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - ENERO-FEBRERO 2004**  
 Número de respuestas

|                                     | ACTUALMENTE   |            |                | TENDENCIA 6 PRÓXIMOS MESES |         |              |
|-------------------------------------|---------------|------------|----------------|----------------------------|---------|--------------|
|                                     | Favorable     | Neutro     | Desfavorable   | A mejor                    | Igual   | A peor       |
| Contexto internacional: UE.....     | 1             | 3          | 10             | 12                         | 2       | 0            |
| Contexto internacional: No-UE.....  | 8             | 5          | 1              | 13                         | 1       | 0            |
|                                     | Bajo (1)      | Normal (1) | Alto (1)       | A aumentar                 | Estable | A disminuir  |
| Tipo interés a corto plazo (2)..... | 14            | 0          | 0              | 3                          | 11      | 0            |
| Tipo interés a largo plazo (3)..... | 9             | 5          | 0              | 11                         | 3       | 0            |
|                                     | Apreciado (4) | Normal (4) | Depreciado (4) | Apreciación                | Estable | Depreciación |
| Tipo cambio euro/dólar.....         | 10            | 3          | 1              | 8                          | 4       | 2            |
|                                     | ESTÁ SIENDO   |            |                | DEBERÍA SER                |         |              |
|                                     | Restrictiva   | Neutra     | Expansiva      | Restrictiva                | Neutra  | Expansiva    |
| Valoración política fiscal (1)..... | 1             | 9          | 4              | 4                          | 10      | 0            |
| Valoración política monetaria (1).. | 0             | 0          | 14             | 1                          | 13      | 0            |

- (1) En relación a la situación coyuntural de la economía española.  
 (2) Euríbor a tres meses.  
 (3) Rendimiento deuda pública española a 10 años.  
 (4) En relación al tipo teórico de equilibrio.

cas. En el primer caso se prevé un déficit por cuenta corriente del 2,8 por 100 del PIB para 2003, que prácticamente se mantiene en 2004. En cuanto al sector público, se estima un superávit del 0,3 por 100 del PIB en 2003 y del 0 por 100 para 2004. Hay que señalar que el Gobierno ha anunciado cifras del 0,5 y 0 por 100, respectivamente, en el Programa de Estabilidad 2003-2007 recientemente presentado en la Comisión Europea. En ambos casos parece incoherente que el saldo de 2004 empeore respecto al de 2003 teniendo en cuenta que el mayor crecimiento del PIB debería propiciar una mejora en las cuentas públicas, a no ser que los panelistas y el Gobierno estén pensando que la política fiscal del año en curso va a ser netamente expansiva.

### **Siguen mejorando las perspectivas del contexto internacional**

Respecto a la parte cualitativa de la encuesta, continúan mejorando las perspectivas sobre el contexto internacional. En el ámbito de la UE, la situación actual se considera desfavorable pero ya no con la unanimidad de la encuesta anterior; al mismo tiempo, casi todos los panelistas creen que irá a mejor en los próximos seis meses. Fuera de la UE, el cambio es importante en la valoración de la situa-

ción actual (la mayoría lo ven ahora como favorable) y la práctica totalidad piensa que irá a mejor. En coherencia con ello, las expectativas sobre los tipos de interés a largo plazo, cuyos niveles actuales se consideran mayoritariamente bajos, son al alza. No así las de los tipos a corto, pues, dadas las escasas probabilidades de que repunte la inflación y la necesidad de apoyar la incipiente recuperación, no se prevén movimientos por parte del BCE ni de la Fed.

La escalada alcista del euro ha cambiado las opiniones sobre el tipo de cambio. Frente a las encuestas anteriores, ahora la mayoría ve la cotización del euro frente al dólar como apreciada, lo que no es óbice para que se siga pensando que continuará apreciándose en los próximos seis meses.

Por último, en la valoración de cómo está siendo la política fiscal, aunque siguen siendo mayoría los que la valoran como neutra, se produce un cierto corrimiento de opiniones desde "neutra" a "expansiva"; igualmente, se duplican, hasta el 28 por 100 del total, las opiniones de que debería ser restrictiva. En cambio, apenas hay cambios en la valoración de la política monetaria, que se juzga unánimemente como expansiva para las necesidades coyunturales de la economía española y se piensa que debería ser neutra.