

# Indicadores de Coyuntura y Previsiones

---

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

## PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA JULIO-AGOSTO 2004

---

### ***El mismo crecimiento, aunque más desequilibrado, para 2004...***

El escaso tiempo transcurrido (un mes) desde que se hizo la anterior encuesta al Panel de Previsiones y la ausencia de información nueva relevante explican que los cambios llevados a cabo por los panelistas en esta ocasión sean mínimos. La media de las catorce previsiones sigue dando un crecimiento del PIB para 2004 del 2,8 por 100, cifra que no ha cambiado en el año y medio transcurrido desde que se solicitaron las previsiones para este año. Ahora bien, desde entonces sí que se observa una tendencia a cambiar la composición de este crecimiento, en el sentido de aumentar la demanda interna y hacer más negativa la contribución del saldo exterior.

En los seis últimos meses la demanda interna se ha revisado tres décimas porcentuales al alza (una en esta encuesta). En cuanto al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones se han revisado a la baja, pero en mucha mayor medida las primeras (1,3 y 0,4 puntos, respectivamente). Entre los agregados de la demanda interna, se han producido modificaciones al alza en el consumo público, en la construcción y, en menor medida, en el consumo de los hogares, mientras que se ha recortado el crecimiento de la inversión fija en equipo. Es decir, las previsiones han ido acomodándose a un crecimiento del PIB más desequilibrado y de menor "calidad", con recortes de aquellas variables (inversión en equipo y exportaciones) que lo harían más sostenible a medio plazo.

Las previsiones trimestrales para lo que resta del año marcan un crecimiento del PIB plano, es decir, se mantiene la misma tasa del 2,8 por 100 interanual registrada en el primer trimestre para los tres siguientes. En la primera mitad de 2005 se produce una ligera aceleración hasta el 3,1 por 100 en el segundo trimestre, pero esta tendencia no se mantiene en la segunda parte del año, al caer de nuevo la tasa al 3 por 100.

### ***..., pero se revisa a la baja en una décima el previsto para 2005***

El crecimiento de consenso del PIB para 2005 se sitúa en el 3 por 100, una décima menos que en la encuesta anterior. La revisión es de orden menor y no recoge un movimiento generalizado, pues sólo tres panelistas modifican su cifra, uno al alza y dos a la baja. Sin embargo, esta revisión pone de manifiesto las incertidumbres que suscita la actual evolución, cada vez más desequilibrada, de la economía española, la poca confianza en una recuperación sólida de la economía europea y probablemente los efectos de la subida del precio del petróleo, para el que se van desvaneciendo las esperanzas de que a corto plazo vuelva a niveles del orden de 30 dólares el barril. De nuevo, esta revisión a la baja del crecimiento del PIB proviene del recorte de las exportaciones. Con todo, se sigue manteniendo la esperanza de que el sector exterior mejore su contribución (de unas nueve décimas negativas en 2004 a cinco décimas negativas en 2005), posibilitando que dicho crecimiento sea ligeramente superior al

CUADRO 1  
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 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.	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
AFI.....	2,8	3,2	3,3	3,5	3,4	3,9	3,1	3,0	4,1	5,6	3,6	3,7	5,0	6,7	6,7	7,2
BBVA.....	2,5	—	2,9	—	3,7	—	2,6	—	5,1	—	3,5	—	7,1	—	9,3	—
Caixa Catalunya.....	3,0	2,8	3,6	3,5	3,1	2,6	3,5	2,3	2,6	3,0	4,1	3,3	1,9	4,0	5,4	5,4
Caja Madrid.....	2,7	2,9	3,1	3,0	3,2	3,9	3,0	2,6	3,5	5,5	3,3	3,2	5,6	7,0	7,0	7,3
CEPREDE.....	2,9	3,2	3,1	3,4	3,0	4,9	3,6	3,8	2,2	6,3	3,3	3,8	4,7	7,1	5,9	8,4
Consejo Superior de Cámaras.....	2,9	3,0	3,1	2,8	3,5	4,3	3,1	2,9	4,0	6,0	3,4	3,4	5,4	6,7	6,7	7,5
FUNCAS.....	2,9	3,2	3,4	3,3	4,0	4,3	3,5	2,4	4,7	6,8	4,0	3,7	4,4	7,2	7,5	8,2
ICAE.....	2,8	3,2	3,1	3,2	3,2	3,7	3,2	2,7	3,4	5,1	3,4	3,5	5,2	7,0	7,0	7,5
ICO.....	2,9	3,3	3,3	3,5	3,9	4,6	3,4	3,0	4,5	6,5	3,7	3,8	5,1	7,2	7,1	8,2
IEE.....	2,7	—	3,1	—	3,3	—	3,1	—	3,5	—	3,6	—	5,5	—	7,5	—
I. Flores de Lemus.....	2,9	3,2	3,3	3,4	3,4	3,8	3,0	2,2	3,8	5,8	3,4	3,5	5,5	7,1	6,8	7,4
Intermoney.....	2,8	2,5	3,2	3,3	2,9	2,6	3,1	2,3	2,3	2,9	3,6	2,9	3,1	3,7	5,5	4,7
La Caixa.....	2,7	2,8	2,9	2,9	3,2	3,3	3,4	2,6	3,0	4,3	3,3	3,2	5,1	6,4	6,8	7,2
Santander Central Hispano.....	2,8	3,1	3,1	2,9	4,0	5,2	3,1	2,0	5,1	9,3	3,5	3,2	5,7	8,5	7,3	8,1
CONSENSO (MEDIA).....	2,8	3,0	3,2	3,2	3,4	3,9	3,2	2,7	3,7	5,6	3,6	3,4	5,0	6,6	6,9	7,3
Máximo.....	3,0	3,3	3,6	3,5	4,0	4,9	3,6	3,8	5,1	6,8	4,1	3,8	7,1	7,2	9,3	8,4
Mínimo.....	2,5	2,5	2,9	2,8	2,9	2,6	2,6	2,2	2,2	2,9	3,3	2,9	1,9	3,7	5,4	4,7
Diferencia 2 meses antes (1)...	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
— Suben (2).....	1	1	1	1	2	0	2	0	2	1	3	1	1	1	2	0
— Baján (2).....	1	2	1	1	2	1	1	2	2	2	2	1	2	1	2	2
Diferencia 6 meses antes (1)...	0,0	—	0,1	—	-0,3	—	0,2	—	-0,9	—	0,3	—	-1,3	—	-0,4	—
<b>Pro memoria:</b>																
Gobierno (sep. 03 - ene. 04) ...	3,0	3,0	3,1	3,0	3,8	4,0	3,0	3,0	5,0	5,2	3,3	3,2	6,3	7,0	7,0	7,2
Comisión UE (abr. 2004).....	2,8	3,3	3,0	3,3	3,4	4,7	3,3	2,9	3,5	7,7	3,5	3,7	5,1	7,6	7,1	8,4
FMI (abr. 2004).....	2,8	—	3,1	—	3,6	—	3,7	—	3,5	—	3,4	—	3,8	—	5,6	—
OCDE (may. 2004).....	2,9	3,3	3,3	3,6	4,0	5,0	—	—	—	—	3,7	3,9	5,0	7,2	7,5	8,2

(\*) 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 cuenta corriente en torno al 1 por 100 del PIB.

actual, ya que la demanda interna flexiona a la baja.

### Se mantiene el modesto crecimiento de la actividad industrial

La mejora de las exportaciones durante 2004 y sobre todo en 2005 sólo se traduce en una modesta recuperación de la producción industrial, para la que se prevén crecimientos del 2,2 y 3,2 por 100, respectivamente. Esta aparente incoherencia ya se dio en 2003, año en el que las exportaciones de bienes crecieron en volumen un 5,7 por 100, según la Contabilidad Nacional, y la producción industrial

(IPI), un 1,6 por 100, si bien, parece que la tasa de crecimiento de las exportaciones en dicho año estuvo sesgada al alza por incidencias estadísticas. En todo caso, al margen de problemas estadísticos y de posibles incoherencias en las previsiones de los analistas, el argumento de carácter económico que puede explicar la escasa reacción de la producción industrial a la recuperación de las exportaciones es la situación dual de los sectores industriales: mientras unos, los más volcados al mercado interior, pierden cuota en este mercado o trasladan su producción al exterior (por ejemplo, manufacturas textiles o calzado), otros, los más volcados a la exportación (industria automovilística, ciertos bienes de equipo), aprovechan el tirón de la demanda externa.

CUADRO 1 (Continuación)  
**PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - JULIO-AGOSTO 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)		
2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
0,7	1,0	2,9	3,0	—	—	—	—	10,8	10,5	-3,8	-4,3	0,0	0,1	.....AFI
1,9	—	2,9	—	3,8	—	1,7	—	11,4	—	-2,5	—	0,2	—	.....BBVA
1,8	—	2,8	2,8	—	—	—	—	10,9	—	—	—	—	—	.....Caixa Catalunya
2,0	3,1	3,0	2,8	3,9	3,9	2,0	2,1	11,0	10,8	-2,6	-2,4	0,0	0,0	.....Caja Madrid
2,4	3,2	2,7	2,4	4,2	4,3	1,9	2,2	11,3	11,2	-3,2	-2,9	0,3	0,4	.....CEPREDE
2,8	3,8	2,8	2,5	—	—	1,6	1,8	11,0	10,6	-3,3	-3,7	0,0	-0,3	.....Consejo Superior de Cámaras
2,6	4,4	3,1	2,9	3,7	4,1	2,1	2,2	11,1	10,8	-3,7	-3,7	0,0	0,1	.....FUNCAS
2,6	3,4	3,1	3,2	3,6	3,7	2,0	2,3	11,0	10,7	-2,8	-2,6	-0,1	-0,3	.....ICAE
2,9	3,6	2,8	2,6	3,6	3,6	2,1	2,3	11,0	10,7	-2,9	-2,9	0,2	—	.....ICO
2,5	—	3,0	—	4,0	—	1,8	—	11,0	—	-3,0	—	-0,1	—	.....IEE
2,1	2,5	3,0	2,7	4,0	3,8	2,6	2,8	10,7	9,9	-2,9	-2,8	-0,1	-0,1	.....I. Flores de Lemus
2,3	3,6	3,1	3,3	4,0	3,8	2,2	2,3	10,9	10,8	-3,0	-3,2	0,3	0,5	.....Intermoney
2,5	3,1	2,8	2,6	4,5	3,8	1,8	1,8	11,3	11,3	-2,6	-2,5	0,0	0,0	.....La Caixa
—	—	3,0	2,9	—	—	1,8	1,9	11,3	11,1	-2,7	-2,5	0,1	0,0	.....Santander Central Hispano
2,2	3,2	2,9	2,8	3,9	3,9	2,0	2,2	11,1	10,8	-3,0	-3,0	0,1	0,0	.....CONSENSO (MEDIA)
2,9	4,4	3,1	3,3	4,5	4,3	2,6	2,8	11,4	11,3	-2,5	-2,4	0,3	0,5	.....Máximo
0,7	1,0	2,7	2,4	3,6	3,6	1,6	1,8	10,7	9,9	-3,8	-4,3	-0,1	-0,3	.....Mínimo
-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	..Diferencia 2 meses antes (1)
2	3	6	5	2	4	0	0	0	1	1	0	1	0	.....— Suben (2)
4	3	1	2	2	0	0	0	1	0	1	2	0	0	.....— Bajan (2)
-0,6	—	0,2	—	0,4	—	0,1	—	0,1	—	-0,4	—	0,1	—	..Diferencia 6 meses antes (1)
<b>Pro memoria:</b>														
—	—	2,7 (3)	2,4 (3)	3,2	3,0	1,9	2,1	11,0	10,0	-2,6 (7)	-2,6 (7)	0,0	0,1	...Gobierno (sep. 03 - ene. 04)
—	—	2,4	2,3	3,5	3,2	2,1	2,3	10,9	10,5	-3,2	-3,4	0,4	0,6	.....Comisión UE (abr. 2004)
—	—	2,7	—	—	—	—	—	10,6	—	-2,9	—	0,5	—	.....FMI (abr. 2004)
—	—	2,3	2,6	—	—	—	—	10,9	10,2	-3,3	-3,4	0,3	0,5	.....OCDE (may. 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 nuevo se revisan las previsiones de inflación para 2005

Tras la fuerte revisión al alza del IPC medio anual para 2004 llevada a cabo en la encuesta anterior (gráfico 1.3), en ésta se mantiene la cifra del 2,9 por 100, si bien se aumenta en una décima porcentual la tasa prevista para los tercero y cuarto trimestres del año. Las previsiones trimestrales (cuadro 2) mantienen la tasa del 3,2 por 100 esperada para el segundo trimestre (en el momento de realizar la encuesta no se conocía todavía el dato de junio) prácticamente estable hasta el primero de 2005. En el segundo trimestre de ese año, la tasa descuenta gran parte del escalón introdu-

cido por la subida de los precios de la energía en el mismo período del año actual y baja al 2,7 por 100, manteniéndose en esta cifra en el resto del año. La media anual de 2005 alcanza un 2,8 por 100, una décima más de lo previsto en la encuesta anterior. La explicación más probable de esta subida son las perspectivas del precio del petróleo, que cada vez parece más difícil que baje de los 30 dólares el barril en lo que queda de este año y el próximo.

En coherencia con estas ligeras mayores expectativas inflacionistas, la previsión de aumento de los costes laborales se mantiene sin cambios para 2004, pero se revisa al alza una décima

CUADRO 2  
PREVISIONES TRIMESTRALES - JULIO-AGOSTO 2004 (1)  
Variación interanual en porcentaje

	2004-I	2004-II	2004-III	2004-IV	2005-I	2005-II	2005-III	2005-IV
PIB (2) .....	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,1	3,0	3,0
Consumo hogares (2) .....	3,2	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	3,2	3,3
IPC .....	2,2	3,2	3,2	3,1	3,3	2,7	2,7	2,8

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

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

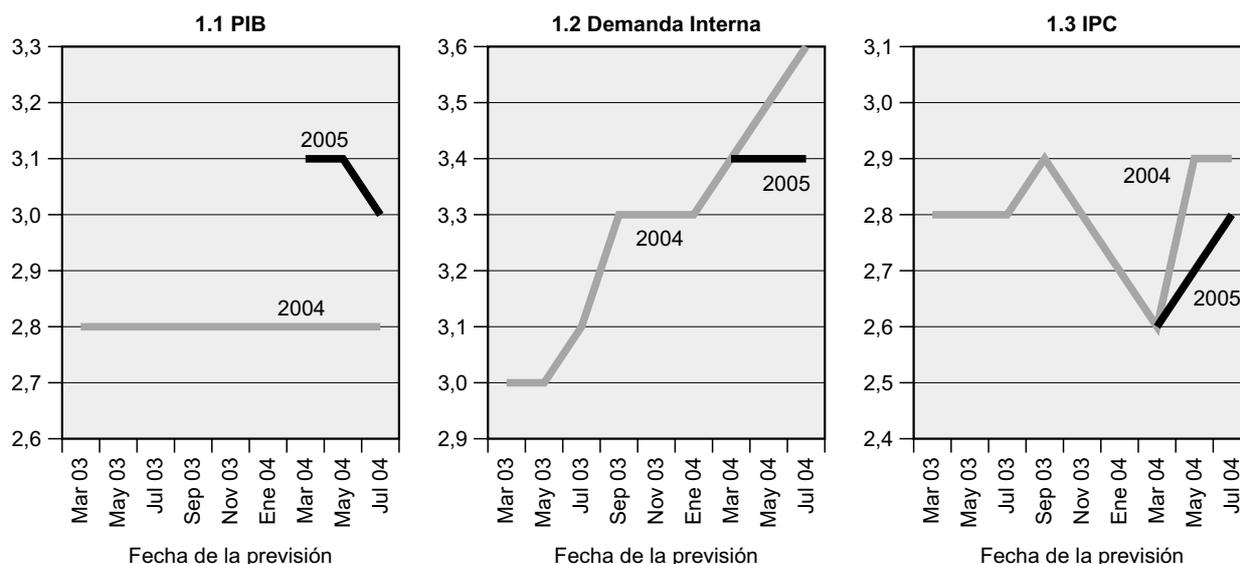
para 2005, hasta el 3,9 por 100. Descontados los crecimientos de la productividad por ocupado, el aumento del coste laboral por unidad producida para el próximo año se queda en el 3 por 100, la misma cifra que resulta para 2004. Estos aumentos parecen en principio moderados, ya que son inferiores al deflactor del PIB, lo que significa que son negativos en términos reales y que el excedente empresarial bruto crece por encima. Pero, con estos aumentos de costes parece difícil que la inflación española converja hacia el objetivo del 2 por 100 del BCE. Por otro lado, el argumento anterior de que los costes crecen menos que el deflactor del PIB y que el excedente vale para el conjunto de la economía, pero no para el sector industrial y otros sectores expuestos a la competencia internacional, lo que obliga a estos sectores a compensar estos elevados aumentos de los

costes laborales con ajustes de empleo, con el fin de poder competir.

**Las mismas perspectivas de creación de empleo, pero algo más de paro en 2005**

Las previsiones de creación de empleo, en términos de contabilidad nacional, no sufren cambios en esta encuesta, manteniéndose las tasas del 2 y 2,2 por 100 para 2004 y 2005, respectivamente. Sin embargo, la tasa de paro para 2005 (estimada en términos EPA), aunque desciende tres décimas porcentuales respecto a 2004, se revisa al alza, hasta el 10,8 por 100. Lo más probable es que este aumento provenga de una revisión en la misma dirección del crecimiento de la población activa.

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



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

CUADRO 3  
**PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - JULIO-AGOSTO 2004**  
 Número de respuestas

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

(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.

### **El pequeño superávit público de 2004 desaparece en 2005**

Frente a las previsiones de déficit público cero contempladas en los PGE-2004, los analistas estiman que el año cerrará con un pequeño superávit del 0,1 por 100 del PIB. Teniendo en cuenta que el año 2003 cerró con un superávit del 0,3 por 100, que el crecimiento de la economía se situará en torno a su potencial y que la carga de intereses sigue descendiendo, una política fiscal neutra permitiría un superávit ligeramente superior al 0,3 por 100 del pasado año. Por ello, esta previsión de los analistas asume implícitamente que dicha política va a tener un tono suavemente expansivo. Para 2005, la previsión es de déficit cero, lo cual puede interpretarse de la misma manera que lo dicho para 2004.

### **Cada vez se valora mejor el contexto internacional**

Respecto a las respuestas a las cuestiones cualitativas planteadas en el cuadro 3, cabe señalar que la valoración que se hace en esta encuesta del entorno internacional no varía apenas respecto a la anterior, pero se advierte una ligera tendencia —continuación de la observada en las encuestas anteriores— hacia un clima más positivo. Diez de los catorce panelistas valoran el contexto UE como neutro frente a cuatro que lo siguen viendo como

negativo. Y, lo que es más importante, trece de los catorce piensan que en los próximos seis meses mejorará.

### **Tipos de interés al alza**

Sigue habiendo unanimidad al considerar como bajos los tipos a corto plazo actuales (mercado interbancario europeo) y aumentan las respuestas, hasta trece, que consideran que se producirán subidas en los próximos seis meses. En cuanto a los tipos a largo, también hay casi unanimidad en que su nivel actual es bajo y que tenderán a aumentar.

Apenas hay cambios en la valoración del tipo de cambio euro/dólar: está apreciado y ocho panelistas piensan que seguirá estable a corto plazo, frente a cinco que piensan que se depreciará y uno que se apreciará.

### **La política monetaria se juzga expansiva y la fiscal, neutra**

Por último, respecto a la valoración de las políticas macro, la mayoría opina que la fiscal está siendo neutra y que así debe ser. En cambio, la política monetaria se juzga como expansiva para las necesidades de la economía española, cuando debería ser neutra.