

Indicadores de Coyuntura y Previsiones

Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS

PANEL DE PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2004

Revisión a la baja del crecimiento para 2004...

Tras haber permanecido estable durante casi año y medio, en esta encuesta se produce una revisión a la baja de dos décimas porcentuales (dp) en la previsión de crecimiento del PIB para 2004, hasta el 2,6 por 100 (véase gráfico 1). El movimiento es generalizado entre los panelistas, pues once de los catorce recortan su cifra a la baja y el resto la mantiene. La información más importante conocida entre esta encuesta y la anterior ha sido la contabilidad nacional del segundo trimestre, incluyendo las revisiones de los trimestres precedentes. En ella se muestra un suave cambio de tendencia a la baja en la trayectoria del PIB durante la primera mitad del año, con sendas reducciones de una décima en la tasa anual de crecimiento de los dos primeros trimestres.

...debido al deterioro del sector exterior

Desde el lado de la demanda, esta revisión se basa en un deterioro del sector exterior, cuya aportación negativa al PIB aumenta en dos décimas, mientras que la demanda interna se mantiene sin variaciones, con un crecimiento esperado del 3,6 por 100. Estos cambios muestran las mismas tendencias que se observan en las revisiones que el Gobierno y los organismos internacionales especializados están haciendo en sus previsiones de otoño: el Gobierno ha rebajado también en dos décimas las previsiones oficiales (del 3 al 2,8 por 100) y el FMI lo ha hecho en una décima (del 2,8 al 2,7 por 100). En ambos casos se observa asimismo un

empeoramiento del comportamiento del sector exterior, lo que indica que el debilitamiento de la economía española no proviene de un deterioro de las expectativas o de los planes de gasto de los agentes económicos domésticos, sino de una merma en la capacidad de competir con el resto del mundo.

Cabe añadir una observación al respecto: estas revisiones a la baja del crecimiento español se producen a la par que se revisan al alza las del resto de la UEM, lo que viene a poner un tinte más realista en cuanto a las capacidades de la economía española para mantener de forma sostenida los diferenciales de crecimiento de más de un punto porcentual que se habían alcanzado en los últimos años. Estos estuvieron basados en un *shock* de demanda coyuntural provocado por los estímulos de unas políticas fiscal y, sobre todo, monetaria netamente expansivas, pero no en un aumento del potencial de crecimiento a largo plazo.

Entre los agregados de la demanda interna, destacan las revisiones, al alza, de la construcción (6 dp) y, a la baja, de la inversión en equipo y otros productos (5 dp). En cuanto a la demanda externa, las exportaciones aumentan en una dp, pero las importaciones, en siete.

También se revisa a la baja el crecimiento para 2005

El perfil trimestral del crecimiento del PIB (cuadro 2) muestra una estabilización durante la segunda mitad del año en curso de la cifra observada en

CUADRO 1
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 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.....	2,7	2,9	3,2	2,9	3,5	4,1	4,1	3,7	2,3	5,8	3,4	3,2	5,0	6,2	7,0	6,7
BBVA.....	2,5	2,6	3,2	2,8	3,5	3,7	4,1	3,0	2,8	4,6	3,6	3,4	5,2	7,0	8,2	8,6
Caixa Catalunya.....	2,7	2,6	3,3	3,4	3,5	3,1	3,7	2,8	3,2	3,4	3,7	3,4	4,0	3,7	7,1	5,8
Caja Madrid.....	2,7	2,7	3,2	2,8	3,3	3,7	3,9	2,7	2,5	5,0	3,4	3,2	5,5	6,4	7,6	7,3
CEPREDE.....	2,6	3,1	3,3	3,4	3,6	4,7	3,9	3,5	3,2	6,2	3,6	3,7	5,2	7,2	7,9	8,4
Consejo Superior de Cámaras.....	2,7	3,0	3,2	2,8	3,7	4,3	3,1	2,9	4,5	6,0	3,5	3,4	5,4	6,7	7,7	7,5
FUNCAS.....	2,6	2,8	3,2	2,8	4,2	4,5	4,2	3,1	4,2	6,3	3,9	3,4	4,4	6,5	8,1	7,9
ICAE.....	2,7	3,0	3,1	3,1	3,5	3,9	3,9	3,0	3,1	5,1	3,5	3,4	5,5	5,6	7,6	7,2
ICO.....	2,7	3,0	3,3	3,2	3,6	4,5	3,8	3,0	3,4	6,5	3,6	3,5	5,4	6,8	8,1	8,0
IEE.....	2,7	—	3,1	—	3,3	—	3,1	—	3,5	—	3,6	—	5,5	—	7,5	—
I. Flores de Lemus.....	2,5	2,9	3,2	3,3	3,6	3,8	3,9	2,2	3,3	5,3	3,4	3,4	5,0	6,5	7,5	7,7
Intermoney.....	2,6	2,5	3,1	2,9	3,5	3,2	3,9	2,9	3,0	3,8	3,6	3,4	4,9	4,6	7,7	6,8
La Caixa.....	2,6	2,7	3,2	2,9	3,7	3,9	4,0	2,9	3,2	5,3	3,5	3,3	4,3	5,7	7,1	7,0
Santander Central Hispano.....	2,6	2,6	3,2	2,7	3,3	3,8	3,6	2,0	3,0	6,0	3,5	3,1	5,4	7,2	7,9	8,1
CONSENSO (MEDIA).....	2,6	2,8	3,2	3,0	3,6	3,9	3,8	2,9	3,2	5,3	3,6	3,4	5,1	6,2	7,6	7,5
Máximo.....	2,7	3,1	3,3	3,4	4,2	4,7	4,2	3,7	4,5	6,5	3,9	3,7	5,5	7,2	8,2	8,6
Mínimo.....	2,5	2,5	3,1	2,8	3,3	3,1	3,1	2,2	2,3	3,4	3,4	3,2	4,0	3,7	7,0	5,8
Diferencia 2 meses antes (1)...	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,6	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,7	0,2
— Suben (2).....	0	0	6	0	10	6	12	7	5	4	6	3	5	2	12	3
— Bajan (2).....	11,0	10	5	9	3	4	0	1	8	5	4	7	5	9	1	5
Diferencia 6 meses antes (1)...	-0,2	—	0,1	—	0,1	—	0,7	—	-0,7	—	0,2	—	-0,3	—	1,0	—
Pro memoria:																
Gobierno (sep. 2004).....	2,8	3,0	3,2	3,2	3,3	4,0	4,2	3,2	2,2	5,1	3,5	3,4	4,8	6,4	6,9	7,3
Comisión UE (abr. 2004).....	2,8	3,3	3	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 (sep. 2004).....	2,6	2,9	3,2	2,9	3,2	3,3	—	—	—	—	3,3	3,1	5,0	6,8	7,0	6,8
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 c/c en torno al 1 por 100 del PIB.

el segundo trimestre (2,6 por 100) y una suave aceleración durante el próximo año, hasta alcanzar un 2,9 por 100 en el cuarto trimestre. La media anual para 2005 se sitúa en el 2,8 por 100, lo que supone un recorte de dos décimas respecto a la cifra de consenso de la encuesta anterior. También en este caso la revisión es generalizada, pues afecta a diez de los catorce panelistas. Como sucediera en 2004, la demanda interna no sufre modificaciones, siendo de nuevo la contribución más negativa del saldo exterior la que provoca el menor crecimiento. En este caso, las exportaciones se revisan a la baja y las importaciones, al alza. Dentro de los agregados de la demanda interna, destaca el recorte del consumo privado en 2 dp,

con lo que su crecimiento (3 por 100) pasa a ser inferior al del año en curso. Esta moderación podría explicarse fundamentalmente por la reducción de la capacidad de gasto de los hogares, que deriva, por un lado, del elevado endeudamiento y, por otro, de la pérdida de poder adquisitivo a causa de la subida del precio del petróleo. A este respecto, hay que añadir que, de mantenerse los niveles alcanzados durante la primera semana de octubre (cerca de 50 dólares el barril), los efectos serían significativamente superiores a los contemplados hasta ahora por los analistas, lo que derivaría en más inflación y menos crecimiento del consumo —y en general del conjunto de la economía— del que se está contemplando.

CUADRO 1 (Continuación)
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 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	
3,0	2,6	3,1	3,1	—	—	—	—	11,0	10,8	-3,8	-4,3	—	—	.....AFI
2,0	1,8	3,1	3,2	3,8	3,6	1,9	1,8	11,2	11,5	-3,2	-2,8	0,1	-0,2	.....BBVA
2,2	2,1	3,0	2,7	—	—	—	—	10,9	10,3	—	—	—	—	.....Caixa Catalunya
2,2	2,8	3,1	2,9	3,9	3,9	2,0	2,0	11,0	10,8	-3,2	-3,0	-1,0	-0,4	.....Caja Madrid
2,8	3,2	3,2	3,2	3,6	3,1	2,0	2,3	11,2	11,0	-2,9	-2,8	-0,1	-0,4	.....CEPREDE
2,5	3,8	3,0	2,8	—	—	1,9	1,8	11,0	10,6	-3,6	-4,0	—	—	.....Consejo Superior de Cámaras
2,2	4,3	3,1	2,8	3,8	4,1	1,9	1,9	11,2	11,0	-4,2	-4,6	-0,6	-0,2	.....FUNCAS
2,6	3,3	3,0	3,0	3,6	3,4	2,0	2,4	10,9	10,5	-2,9	-2,5	-0,6	-0,9	.....ICAE
2,6	3,5	3,0	2,7	3,9	3,8	2,0	2,1	11,1	10,8	-3,3	-3,4	-0,2	-0,2	.....ICO
2,5	—	3,0	—	4,0	—	1,8	—	11,0	—	-3,0	—	-0,1	—	.....IEE
2,5	2,7	3,0	2,8	3,8	3,9	2,0	2,0	11,1	10,8	-4,5	-3,4	-0,8	-1,2	.....I. Flores de Lemus
2,5	4,0	3,0	3,2	3,5	3,2	2,1	2,0	11,0	10,5	-3,5	-3,1	0,0	-0,2	.....Intermoney
2,9	3,3	3,0	2,9	3,9	3,8	1,8	1,8	11,3	11,3	-3,5	-3,4	-1,2	-0,6	.....La Caixa
—	—	3,0	2,9	3,9	3,6	1,8	1,6	11,1	11,1	-2,7	-2,5	-0,7	-0,5	.....Santander Central Hispano
2,5	3,1	3,0	2,9	3,8	3,6	1,9	2,0	11,1	10,8	-3,4	-3,3	-0,5	-0,5	.....CONSENSO (MEDIA)
3,0	4,3	3,2	3,2	4,0	4,1	2,1	2,4	11,3	11,5	-2,9	-2,5	0,1	-0,2	.....Máximo
2,0	1,8	3,0	2,7	3,5	3,1	1,8	1,8	10,9	10,3	-4,5	-4,6	-1,2	-1,2	.....Mínimo
0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,6	-0,5	..Diferencia 2 meses antes (1)
8	4	8	7	2	2	3	2	5	4	1	3	0	0	.....— Suben (2)
3	4	2	4	4	0	4	6	4	3	9	6	10	8	.....— Bajan (2)
0,3	—	0,4	—	0,1	—	-0,1	—	0,1	—	-0,5	—	-0,5	—	..Diferencia 6 meses antes (1)
Pro memoria:														
—	—	3,1 (3)	2,9 (3)	3,9	4,1	2,0	2,0	11,1	10,8	—	—	—	0,1	.....Gobierno (sep. 2004)
—	—	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)
—	—	2,8	2,7	—	—	—	—	11,1	10,3	-3,4	-3,6	-0,7	—	.....FMI (sep. 2004)
—	—	2,3	2,6	—	—	—	—	10,9	10,2	-3,3	-3,4	0,3	0,5	.....OCDE (may. 2004)

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.

Mejora relativa del sector industrial

La tendencia a la baja en las previsiones para el sector industrial, que ya tocó fondo en la anterior encuesta, ha flexionado en ésta al alza, al aumentar 3 dp la tasa media para 2004. No obstante, los últimos datos del Índice de Producción Industrial, referidos a julio y agosto, no confirman esta revisión, con lo que bien podría ser pasajera. Para 2005 sigue previéndose una recuperación, pero de escasa consideración, lo que pone de manifiesto las dificultades no sólo coyunturales, sino también estructurales por las que atraviesa el sector, especialmente las ramas de manufacturas de consumo intensivas en mano de obra.

De nuevo se revisan las previsiones de inflación para 2005

En los últimos seis meses las previsiones de inflación mantienen una tendencia al alza (gráfico 1), que continúa en esta encuesta, al aumentarse en una décima las tasas medias anuales de 2004 (3 por 100) y 2005 (2,9 por 100). Las previsiones trimestrales (cuadro 2) mantienen la tasa esperada para el tercer trimestre (3,4 por 100) prácticamente estable hasta el primero de 2005. En el segundo trimestre de ese año, la tasa descuenta gran parte del escalón introducido por la subida de los precios de la energía en el mismo período del año actual y baja al 2,9 por 100, man-

CUADRO 2
PREVISIONES TRIMESTRALES - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2004 (1)
Variación interanual en porcentaje

	2004-I	2004-II	2004-III	2004-IV	2005-I	2005-II	2005-III	2005-IV
PIB (2)	2,7	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9
Consumo hogares (2)	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	2,9	3,0
IPC	2,2	3,2	3,4	3,5	3,5	2,9	2,8	2,7

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

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

teniéndose posteriormente un suave descenso hasta el 2,7 en el último trimestre. La explicación de estas revisiones es la escalada del precio del petróleo, cuyos efectos, de mantenerse los precios actuales, no están todavía incorporados plenamente en las previsiones comentadas. No obstante, en los últimos meses se observa una brusca desaceleración de los precios de los alimentos sin elaborar, que podría aliviar parcialmente la presión de la energía.

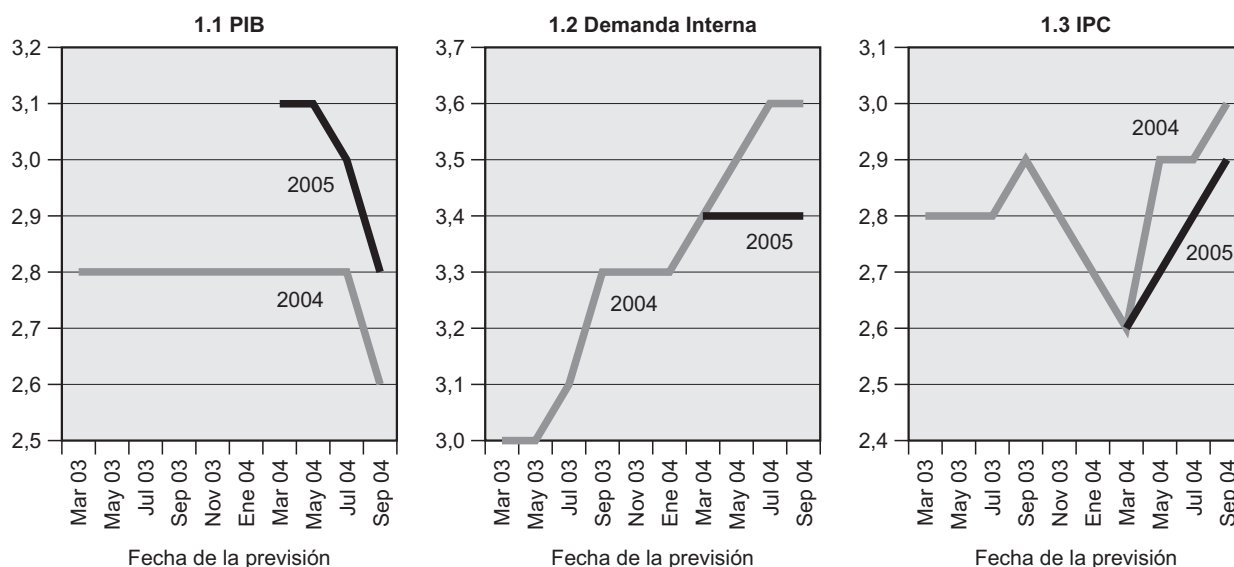
En sentido contrario han evolucionado en esta encuesta las previsiones sobre los costes laborales, cuya tasa media anual se reduce una décima en 2004 y tres en 2005. Esto podría explicarse, en el primer caso, por la revisión a la baja de las cifras del primer trimestre del año llevada a cabo por la contabilidad nacional, pero no encuentra mucha

justificación en 2005, sobretodo teniendo en cuenta que las desviaciones que van a producirse a finales de este año en el IPC respecto a las previsiones con las que se negociaron los convenios tendrán una incidencia significativa en los costes del próximo año a través de la aplicación de las cláusulas de salvaguardia.

Menos creación de empleo, aunque no varía la tasa de paro

En el mismo sentido, aunque en menor cuantía, que el PIB, se revisan a la baja las previsiones de creación de empleo en términos de contabilidad nacional: una décima en 2004 y dos en 2005. Sin embargo, las tasas de paro, que se obtienen por diferencia entre la población activa y los ocupados

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



Fuente: Panel de previsiones FUNCAS.

CUADRO 3
PANEL DE PREVISIONES: OPINIONES - SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2004
 Número de respuestas

	ACTUALMENTE			TENDENCIA 6 PRÓXIMOS MESES		
	Favorable	Neutro	Desfavorable	A mejor	Igual	A peor
Contexto internacional: UE.....	1	10	3	13	1	0
Contexto internacional: No-UE	8	5	1	3	7	4
	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.....	9	5	0	5	6	3
	ESTÁ SIENDO			DEBERÍA SER		
	Restrictiva	Neutra	Expansiva	Restrictiva	Neutra	Expansiva
Valoración política fiscal (1).....	0	12	2	1	12	1
Valoración política monetaria (1) ..	0	0	14	3	10	1

- (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.

en términos de la EPA, se mantienen en las mismas cifras que en la encuesta anterior: 11,1 por 100 de la población activa en 2004 y 10,8 por 100 en 2005.

Más déficit para 2004 y 2005

Tras los anuncios del Gobierno respecto a los nuevos gastos a añadir al presupuesto del Estado en 2004 (pérdidas de explotación de RTVE, asunción de deuda de RENFE, etc.), las previsiones sobre el saldo de los presupuestos públicos han sufrido un cambio importante, al situarse en un déficit del 0,5 por 100 del PIB, frente a un superávit del 0,1 por 100 en la encuesta anterior. Lo más significativo, sin embargo, es que también cambian, prácticamente en los mismos términos que en 2004, las previsiones para 2005. Teniendo en cuenta que los principales gastos que van a añadirse a las cuentas en 2004 no tienen carácter recurrente, el cambio en las previsiones para 2005 debe obedecer bien a la hipótesis de que vuelva a repetirse la misma operación de aflorar déficit aparcado o bien a la incorporación en las previsiones de los analistas de una política de gasto público más expansivo. En el momento de hacer la encuesta no se había presentado todavía el proyecto de Presupuestos del Estado para 2005, por lo que habrá que esperar a la próxima para ver

el impacto de este proyecto en las previsiones de déficit de los analistas.

Las perspectivas sobre el contexto internacional ya no mejoran

Hasta la anterior encuesta las perspectivas sobre el contexto internacional (cuadro 3) no dejaron de mejorar. En ésta se mantienen sin cambios las opiniones sobre el área UE (prácticamente unánimes en que van a mejorar), pero se aprecia un corrimiento hacia “a peor” —cuatro respuestas frente a cero en la encuesta anterior— en las perspectivas para los próximos seis meses para fuera de la UE, aunque siguen siendo mayoritarias las respuestas de “igual” y “a mejor”. Ello refleja la situación de incertidumbre sobre la economía norteamericana y los llamados riesgos geopolíticos, incluyendo los efectos sobre el mercado del petróleo.

Tipos de interés al alza...

Las respuestas sobre los tipos de interés no sufren variación alguna en esta encuesta. Sigue habiendo unanimidad al considerar como bajos los tipos a corto plazo actuales (mercado interbancario europeo), y doce panelistas sobre catorce piensan 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.

...y división de opiniones sobre el tipo de cambio euro/dólar

Apenas hay cambios en la valoración del tipo de cambio actual euro/dólar (apreciado para nueve de los catorce panelistas), pero aumentan las respuestas de que se apreciará más en los próximos seis meses, de forma que ahora éstas se reparten de forma más igual entre las tres posibles opciones: cinco piensan que se apreciará, tres, que se depreciará y seis, que se mantendrá estable. Ello pone de manifiesto que en estos momentos no hay una tendencia clara de los mercados de divisas, dado que los factores que determinan las cotizaciones de las principales monedas inter-

nacionales (diferenciales de crecimiento económico y de tipos de interés, déficit de la balanza de pagos, expectativas...) están actuando en direcciones opuestas.

La política monetaria se juzga expansiva y la fiscal, neutra

Por último, respecto a la valoración de las políticas macro, la mayoría sigue opinando que la fiscal está siendo neutra y que así debe ser. En cambio, la política monetaria se juzga unánimemente como expansiva para las necesidades de la economía española, cuando debería ser neutra según la mayoría. Cabe señalar que, pese al débil crecimiento de la economía española, sólo dos de los catorce panelistas piensa que deberían instrumentarse políticas expansivas, uno en el terreno de la política fiscal y otro en el de la monetaria.