

LA RESPUESTA A LA CONSULTA DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA
EN CUMPLIMIENTO DEL ARTÍCULO 8.2 DE LA LEY GENERAL DE ESTABILIDAD
PRESUPUESTARIA Y LA DIFUSIÓN DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS
DEL BANCO DE ESPAÑA

La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España

El Banco de España publicó en su sitio web de Internet el pasado 30 de marzo una breve nota sobre la situación actual y las perspectivas de la economía española en respuesta al artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (Ley15/2006), que entró en vigor a principios de este año, y que afectará a los presupuestos correspondientes a 2008. En él se establece que el Ministerio de Economía y Hacienda ha de consultar al Banco de España sobre la situación de la economía española previamente a la elaboración por el propio Ministerio del informe que acompañará la propuesta del objetivo de estabilidad presupuestaria.

Dicha Ley define la estabilidad presupuestaria para el Estado, las Comunidades Autónomas y los grandes ayuntamientos como la situación de equilibrio o de superávit presupuestario computado a lo largo del ciclo, si bien para la Seguridad Social y los ayuntamientos de dimensiones reducidas el cumplimiento de este requisito debe efectuarse con carácter anual, independientemente del ciclo. La propuesta de fijación del objetivo de estabilidad presupuestaria por parte del Gobierno debe tener en cuenta, por tanto, la evolución económica que se prevé para los tres años que comprende el horizonte temporal del citado objetivo. En el marco así definido, la valoración de las perspectivas de la economía es muy relevante, porque constituye la base para que se determinen los objetivos presupuestarios de los tres próximos años en los distintos niveles de gobierno de las AAPP, según el criterio de estabilidad definido por la Ley.

En respuesta a esta consulta, el Banco de España confeccionó la nota que se reproduce en el recuadro adjunto, fechada el 26 de febrero y elaborada a partir de los resultados del ejercicio interno de previsión que se realizó en enero, que incluía proyecciones de las principales variables macroeconómicas hasta el año 2008. Estas proyecciones habían sido utilizadas en la elaboración del «Informe trimestral de la economía española» referido al cuarto trimestre de 2006, que se publicó en el *Boletín Económico* de enero, siguiendo las técnicas habituales de análisis de coyuntura que emplea el Servicio de Estudios. Las proyecciones que realiza regularmente el Banco, en determinados momentos del año de forma coordinada con el resto de bancos centrales del Eurosistema y con el BCE, constituyen una pieza fundamental en el diagnóstico y evaluación de las perspectivas de la economía española. De hecho, una parte muy considerable del trabajo analítico que ha venido desarrollando el Servicio de Estudios en los últimos años se ha dirigido a perfeccionar las herramientas de modelización y de previsión macroeconómica, como se da nutrida cuenta en el libro *El análisis de la economía española*, publicado en 2005.

Los ejercicios de análisis de coyuntura y las proyecciones que se realizan toman como marco principal de referencia los agregados de las Cuentas Nacionales, pero también tienen en cuenta otra información relevante. La elaboración de las proyecciones parte de la información coyuntural disponible en el momento de su realización y de un conjunto de supuestos sobre las principales variables exógenas al ejercicio, como la evolución prevista de los mercados y precios exteriores, el tipo de cambio, y algunas variables financieras y fiscales, entre otras. Esta información permite obtener, mediante la utilización de diversas herramientas estadísticas y modelos econométricos, y la necesaria interpretación de sus resultados por los analistas especializados, proyecciones para las variables fundamentales de las cuentas nacionales. Como resultado, se obtienen sendas de evolución futura para los principales agregados macroeconómicos (PIB, consumo, inversión, exportaciones e importaciones), el empleo, las va-

riables de precios y costes, y la cuenta de renta y de capital de los distintos sectores institucionales y del conjunto de la nación. Con todo, las proyecciones resultantes están sometidas a un grado de incertidumbre que, como es habitual, es creciente conforme se amplía el horizonte temporal de la proyección. Las proyecciones alcanzadas definen un escenario central rodeado por un margen de incertidumbre y sometido a riesgos de desviación de diverso signo e intensidad.

En la nota de respuesta a la consulta del Ministerio, incluida en el recuadro, se comenta el escenario central de las proyecciones de las que disponía el Banco en el momento de su realización y se complementa con el análisis de los riesgos que podrían derivarse de escenarios alternativos. El escenario central apunta al mantenimiento de unas tasas de crecimiento relativamente elevadas en 2007 y 2008, si bien dentro de una senda de gradual desaceleración de la economía española. La menor holgura de las condiciones monetarias y la ralentización del proceso de revalorización de la riqueza financiera de los agentes —en especial, por el ajuste suave que se espera en el mercado inmobiliario— son los dos factores principales que conducirían a un menor empuje de la actividad en 2007 y, más claramente, en 2008. No obstante, la situación cíclica de la economía española mantendría un tono positivo durante el horizonte de previsión, con la producción observada manteniéndose por encima de su nivel potencial.

Al considerar la forma de atender adecuadamente los requerimientos legales que establece el artículo 8.2 y, sobre todo, la conveniencia de reforzar la transparencia sobre el diagnóstico de la situación y las perspectivas de la economía española, el Banco de España ha tomado la decisión de publicar de forma regular proyecciones macroeconómicas, en línea también con las prácticas de otros bancos centrales del Eurosistema. Por ello, de cara a próximos ejercicios, será necesario definir previamente cuestiones como la frecuencia de publicación, el horizonte de previsión, el conjunto de variables sobre las que se van a difundir las proyecciones, la concreción de estas en forma de estimaciones puntuales o de intervalos, etc. Dada la complejidad técnica que rodea algunas de estas cuestiones, en los próximos meses se estudiará con profundidad la forma que adoptará en el futuro la difusión de estas proyecciones, con el objetivo de iniciar su publicación a partir del año 2008.

20.4.2007.

Nota de respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en relación con el artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria**Introducción**

La Ley General de Estabilidad Presupuestaria establece en su artículo 8.2 que el Ministerio de Economía y Hacienda debe consultar al Banco de España y al Instituto Nacional de Estadística para elaborar el informe que ha de acompañar la propuesta de objetivos de estabilidad presupuestaria. La presente nota constituye la respuesta del Banco de España a esa consulta.

Esta respuesta se ha orientado siguiendo el enfoque que se deriva de las funciones que el Banco de España tiene encomendadas institucionalmente y descansa en el dispositivo analítico que ha desarrollado para desempeñarlas. Además, parte de la consideración de que dentro de la UEM la política fiscal debe seguir, de acuerdo con la filosofía recogida en las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, una pauta de equilibrio a medio y largo plazo y que en su concreción ha de tener en cuenta los efectos del tono de la política monetaria común en la situación económica específica del país. En particular, dada la trayectoria seguida por la economía española desde su integración en la UEM, tiene gran importancia para el diseño de la política presupuestaria considerar los efectos que el grado de holgura de las condiciones monetarias puede tener sobre el comportamiento del diferencial de precios, la competitividad, el desequilibrio exterior y el endeudamiento de empresas y familias.

En consecuencia, en el segundo apartado de esta nota se valoran los rasgos de la situación actual y de las perspectivas de la economía española que son más relevantes para la definición de la política presupuestaria, a partir del análisis del cuadro macroeconómico y de su presumible evolución en un horizonte de dos años, según los ejercicios de previsión que realiza regularmente el Banco de España, en el marco de los calendarios y las prácticas establecidas por el Eurosistema. Finalmente, se comentan algunos aspectos técnicos de las previsiones empleadas, como los supuestos externos utilizados, el horizonte temporal que alcanzan, los límites en la capacidad de previsión y los riesgos más relevantes que se detectan en el escenario central planteado.

Caracterización de la situación de la economía española

El crecimiento del producto mundial mantuvo en 2006 tasas de crecimiento muy elevadas por tercer año consecutivo. Lo más relevante desde el punto de vista de la economía española es que se consolidó la recuperación de la actividad en el área del euro, superando, así, una larga etapa de reducido dinamismo. El afianzamiento de esta fase de crecimiento económico más robusto, junto con la aparición de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios, ha determinado la necesidad de ajustar el carácter notablemente expansivo de las condiciones monetarias que el BCE había mantenido durante el prolongado período de atonía. Con todo, los tipos de interés en el área del euro, tanto en términos reales como nominales, se han mantenido en niveles bajos en todos los plazos, con lo que las condiciones monetarias han continuado siendo relativamente holgadas y, por tanto, han seguido impulsando la prolongación de la etapa expansiva de la economía española.

La mayor fortaleza de la economía de la zona del euro y la menor holgura de las condiciones monetarias condujeron en 2006 a una moderada desaceleración de la demanda nacional en España, pero también a una mejora, de mayor magnitud, de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, de manera que el crecimiento del PIB se aceleró durante 2006, hasta el 3,9%. Por tanto, y a diferencia de lo ocurrido en 2004 y 2005, la expansión más intensa de la actividad fue compatible con un cierto reequilibrio de sus determinantes por el lado de la demanda. Junto con los factores antes señalados, el impulso demográfico procedente de los flujos de inmigrantes y las buenas perspectivas de los agentes han sostenido el crecimiento económico, sobre el que, además, el encarecimiento del petróleo solo ha tenido un impacto moderado.

La mejora de la demanda exterior neta en 2006 se debió a la fuerte recuperación de las exportaciones, mientras que continuó una intensa filtración de gasto hacia el exterior a través de las importaciones. En 2006, sin embargo, continuó aumentando el déficit exterior, de manera que las necesidades de financiación de la nación se situaron en el 7,8% del PIB.

El consumo de los hogares flexionó algo a la baja en 2006, aunque continuó aumentando a un ritmo superior al de la renta disponible, con lo que la tasa de ahorro de las familias siguió descendiendo. Como, a su vez, la inversión en vivienda ha mantenido una fuerte expansión, las necesidades de financiación del sector se incrementaron en 2006 y el endeudamiento de las familias alcanzó cotas todavía más elevadas. Las empresas acometieron en 2006 la realización de importantes planes de inversión en bienes de equipo, en un contexto de recuperación de la actividad exportadora y de pujanza del sector industrial. La inversión en equipo, que había mostrado una cierta atonía en los primeros años de la presente década, presentó, así, un renovado vigor, en línea con lo observado en 2005, lo que indica el predominio de las expectativas favorables entre las empresas. La actividad inversora de las empresas se financió, como en el caso de los hogares, con un recurso creciente al endeudamiento, lo que condujo a una trayectoria ascendente tanto en la ratio de endeudamiento como en la carga financiera de las sociedades.

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas registraron un gran dinamismo, excepto la agraria y pesquera, que no obstante experimentó una notable recuperación a lo largo del año. Cabe destacar la marcada expansión del sector industrial en 2006 y la fortaleza del sector de la construcción, que ha mantenido tasas de crecimiento prácticamente iguales a las del año precedente. La coyuntura de la actividad industrial en la zona del euro no es ajena a la expansión de este sector en España; de hecho, las buenas perspectivas europeas han contribuido a afianzar el crecimiento industrial español. También ha proseguido la pujanza en la generación de empleo, con lo que los incrementos agregados de la productividad en la economía de mercado continuaron siendo moderados, aunque con una tendencia a la recuperación en la segunda parte del año. A nivel sectorial cabe destacar las ganancias de productividad que se están produciendo en las actividades manufactureras.

La favorable capacidad de respuesta que mostró la oferta en el transcurso de 2006 no fue suficiente para contrarrestar la presión del gasto, lo que se reflejó en la evolución de los costes y los precios de la economía en su conjunto. La remuneración por asalariado de la economía de mercado experimentó en 2006 un repunte, con una tasa media anual del 2,8%, frente al 2,1% del año precedente, que se trasladó casi íntegramente a los costes unitarios del trabajo, debido al escaso avance de la productividad. Hay que mencionar, no obstante, el buen comportamiento de los costes unitarios de las manufacturas, que experimentaron un descenso en 2006. La elevación de los costes laborales, junto con las alzas de los precios del petróleo, muy intensas en la primera parte del año, y la continuación en el proceso de ampliación de márgenes, determinaron que en el promedio de 2006 no se produjeran avances sustanciales en el recorte de la inflación de la economía española y que, por el contrario, se anotaran deterioros adicionales en los índices de competitividad precio. Sin embargo, la información más reciente sobre precios muestra una acusada desaceleración del índice general de precios de consumo y también, aunque más moderada, de la inflación subyacente, por lo que se configura un escenario algo más favorable de cara a los procesos de formación de precios y costes que se inician en 2007.

Los datos de cierre de 2006 de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) que el INE acaba de publicar dibujan un escenario de creci-

miento sólido y suavemente acelerado en los últimos meses del año pasado, que puede prolongarse en la primera parte de este año. De este modo, la propia inercia del gasto –y el efecto de la reforma de la imposición directa– compensaría, en la primera parte de 2007, el carácter menos expansivo de la mayoría de sus determinantes, entre los que cabe mencionar unos mercados de exportación menos pujantes, unos tipos de interés al alza y unos procesos de revalorización de activos menos intensos que los de los últimos años. En el segundo semestre debería observarse una moderación más clara de la expansión del producto, merced a la previsible pérdida de dinamismo del gasto de las familias en consumo e inversión residencial en respuesta a la evolución de sus principales determinantes.

En conjunto, es probable que la actividad siga creciendo en 2007 a un ritmo similar al del año precedente (véase cuadro 1) y que solo en 2008 se produzca una desaceleración del PIB más marcada, en la medida en que no se percibe que, en un entorno de condiciones financieras menos holgadas, haya otros factores que puedan impulsar la inversión residencial con la intensidad que lo han hecho en los últimos años. Con todo, el producto todavía crecería en 2008 a tasas superiores al 3%. Para ello es también fundamental que las exportaciones mantengan el tono más favorable de 2006, aunque nuestros mercados de exportación sean menos dinámicos, y que las compras del exterior se moderen en línea con la demanda nacional. Este com-

1 PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS

Variaciones en volumen

Tasas de variación

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1. GASTO EN CONSUMO FINAL NACIONAL	3,3	4,7	4,3	3,9	3,6	3,2
1.1. Gasto en consumo final nacional de los hogares e ISFLSH	2,8	4,2	4,2	3,7	3,4	3,0
1.2. Gasto en consumo final de las AAPP	4,8	6,3	4,8	4,4	4,1	3,9
2. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	5,3	5,1	6,9	6,5	6,2	3,8
3. DEMANDA NACIONAL (1 + 2)	3,8	4,8	5,0	4,6	4,3	3,4
4. EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	3,7	4,1	1,5	6,2	5,3	5,5
5. DEMANDA FINAL (3 + 4)	3,8	4,7	4,3	4,9	4,5	3,8
6. IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	6,2	9,6	7,0	8,4	7,2	6,0
Aportación de la demanda exterior neta (a)	-0,8	-1,7	-1,7	-1,0	-0,9	-0,5
7. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (5 – 6)	3,0	3,2	3,5	3,9	3,7	3,1
PRO MEMORIA						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (% PIB)	-2,9	-4,8	-6,5	-7,8	-8,8	-9,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AAPP (% PIB) (b)	0,0	-0,2	1,1	1,6	1,3	1,1
Deflactor del consumo privado	3,1	3,5	3,4	3,6	2,2	2,7
Deflactor del PIB	4,1	4,0	4,1	3,8	3,2	3,0
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	2,4	2,6	3,1	3,1	3,0	2,4
Coste laboral unitario	3,0	2,5	2,2	2,7	2,7	2,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Aportaciones al crecimiento del PIB.

b. Definición acorde con el Protocolo de Déficit Excesivo.

portamiento del sector exterior pasa, por tanto, por una mejora de las condiciones competitivas de la economía española tanto en términos de precios relativos como de otros factores, como son la calidad, la diferenciación de productos, la ampliación de mercados, etc.

El escenario central de las previsiones disponibles para 2007 y 2008 se ha elaborado sobre la base de unos supuestos que se detallan en el apartado siguiente y proporciona unas proyecciones específicas que deben ser interpretadas con cautela, dada la incertidumbre inherente a las técnicas de previsión económica utilizadas. En ese escenario central se dibuja un panorama de suave desaceleración del PIB y de reequilibrio entre la contribución de la demanda interna y de la demanda exterior neta a su crecimiento. Este escenario se fundamenta, de una parte, en unas condiciones monetarias y financieras menos expansivas y en un ajuste suave del mercado inmobiliario y, de otra, en una mejora de las condiciones competitivas de la

economía española. En este escenario central, la brecha de producción, definida como la desviación de los niveles de producción observados en relación con el nivel potencial, se mantendría en niveles positivos hasta 2008, indicando la persistencia de una posición cíclica alcista durante todo el horizonte de previsión (véanse cuadros 2 y 3 y gráfico 1). Es importante resaltar, no obstante, que la estimación del producto potencial está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, pues requiere un conjunto muy amplio de información y la realización de un número apreciable de supuestos simplificadores¹. Por ese motivo, es preferible efectuar el diagnóstico sobre la evolución previsible de la brecha de producción a partir de una horquilla de estimaciones, como se hace en el cuadro 3.

1. Para mayor detalle puede consultarse: «Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española», *Boletín Económico*, enero 2007, Banco de España.

2 TASA DE CRECIMIENTO POTENCIAL

Porcentaje

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO POTENCIAL (a)									
NAIRU BP	3,9	3,6	3,6	3,6	3,3	3,3	3,6	3,5	3,3
NAIRU VAR	3,8	2,7	2,3	3,0	3,3	3,9	3,9	3,5	3,3
NAIRU Cphil	3,6	3,4	3,4	3,6	3,4	3,5	3,7	3,6	3,4

a. A partir de tres estimaciones alternativas de la NAIRU: un filtro estadístico (BP), un modelo VAR estructural que incluye PIB, inflación no energética y desempleo y un modelo del tipo curva de Philips que relaciona la inflación salarial con la brecha entre el desempleo observado y la Nairu.

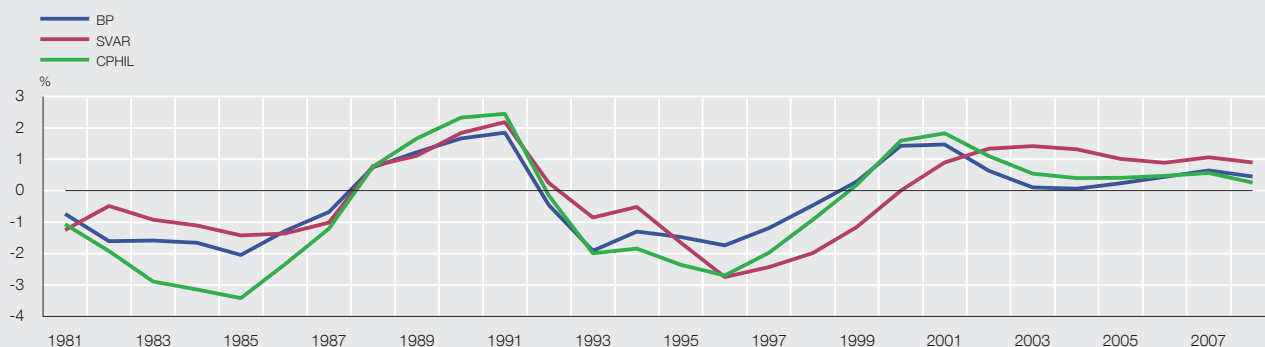
3 BRECHA DEL NIVEL DE PRODUCCIÓN (a) DIFERENCIA PORCENTUAL ENTRE EL NIVEL DEL PIB OBSERVADO Y EL POTENCIAL

Porcentaje

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NAIRU BP	1,4	1,5	0,6	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5
NAIRU VAR	0,0	0,9	1,3	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1	0,9
NAIRU Cphil	1,6	1,8	1,1	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,3

a. Véase nota del cuadro 2.

1 BRECHA DE PRODUCCIÓN. ESTIMACIONES (a)



a. Véase nota del cuadro 2.

En esta caracterización del escenario central de la economía española de continuidad del crecimiento con un progresivo reequilibrio entre sus factores impulsores, existen, sin embargo, algunas incertidumbres, relacionadas con el alcance de los desequilibrios que se han ido acumulando en esta larga fase expansiva y sobre el ritmo y la forma en la que pueden ser reabsorbidos. Esto plantea algunos riesgos para la proyección a medio plazo, que deben ser adecuadamente considerados en el diseño de las políticas económicas.

En el terreno del desequilibrio exterior, es previsible que el déficit siga aumentando en el horizonte de previsión, debido al incremento del déficit comercial y, sobre todo, al deterioro de otras rúbricas de la balanza de pagos que tradicionalmente han compensado aquel, como las rentas netas que han de satisfacerse por la creciente deuda externa acumulada y las transferencias corrientes al exterior, especialmente por el mayor protagonismo de las remesas de inmigrantes. Dentro de la Unión Monetaria, la financiación del déficit no presenta dificultades. Sin embargo, su tendencia ascendente refleja la persistencia de un crecimiento del gasto de los residentes por encima de la expansión de las rentas generadas en el interior de la economía, lo que supone un recurso creciente de los agentes, hogares y empresas no financieras al endeudamiento, que no puede aumentar indefinidamente al ritmo actual. Desde esta perspectiva, el déficit exterior representa, ante todo, una señal de las dificultades que pueden encontrar los agentes internos para mantener un patrón de gasto que permita sostener el impulso interno al crecimiento a medio plazo.

En el caso de los hogares, la información reciente apunta a una ligera desaceleración de su recurso a la financiación, pero las tasas de crecimiento siguen siendo muy elevadas y la ratio de endeudamiento continúa aumentando. La mayor restricción de las condiciones financieras se está traduciendo en una creciente carga financiera, que puede afectar a los planes de gasto de las familias endeudadas. Además, el nivel más alto de los tipos de interés podrá impulsar una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que en los últimos años ha experimentado descensos continuados. Todo ello converge hacia la materialización de un proceso de ajuste suave hacia ritmos de gasto y de endeudamiento más moderados y sostenibles. En esta misma línea apuntaría la desaceleración de los precios de la vivienda que ha comenzado a observarse.

El recurso de las empresas a la financiación ajena, en cambio, refleja una fuerte aceleración, que, si bien se corresponde con el dinamismo de la inversión y con las estrategias de expansión empresarial en el marco de dinamismo actual, puede representar algún riesgo para el escenario de ajuste suave si la evolución económica resulta menos favorable de lo que las perspectivas empresariales parecen descontar.

El diagnóstico de la economía española realizado en los párrafos anteriores, junto con el hecho de que las condiciones monetarias presumiblemente continuarán siendo holgadas para los requerimientos internos y la necesidad de evitar que los riesgos descritos en términos de pérdida de competitividad y de endeudamiento de familias y

empresas se materialicen, aconseja que la política fiscal siga contribuyendo a la contención y al reequilibrio de la demanda interna. Con este objetivo, la política presupuestaria debería orientarse a prolongar durante todo el horizonte de previsión la senda de superávit de la cuenta de las AAPP de los dos últimos años.

Las proyecciones fiscales que resultan coherentes con el escenario macroeconómico descrito, realizadas bajo el supuesto de que la política fiscal no se modifica en el horizonte de previsión, apuntan a que la cuenta de las AAPP alcanzaría en 2007 y 2008 superávits ligeramente superiores a los que presenta la última Actualización del Programa de Estabilidad de España. Según estas previsiones, la orientación de la política fiscal sería moderadamente expansiva en ambos años (véase cuadro 4), apuntando, por lo tanto, a la existencia de un margen para establecer objetivos algo más ambiciosos.

Es importante tener en cuenta que los buenos resultados fiscales registrados en los últimos años, además de reflejar el esfuerzo de consolidación fiscal realizado, también han sido consecuencia de fenómenos extraordinarios y de procesos que pueden perder intensidad, como es el caso de los efectos recaudatorios del *boom* inmobiliario, cuyo carácter transitorio debe ser tenido en cuenta por la programación presupuestaria para los próximos ejercicios. En esta misma línea, debe considerarse que el potencial de descenso en la carga de intereses está prácticamente agotado en el horizonte de previsión, no pudiéndose descartar el inicio de una trayectoria ascendente de los gastos financieros. No cabe esperar, por tanto, que el comportamiento de los gastos financieros ofrezca la posibilidad de incrementar otras partidas de gasto público sin que aumente, en paralelo, el gasto total. Asimismo, de confirmarse el escenario macroeconómico descrito, tampoco es previsible que continúen produciéndose incrementos en la ratio de ingresos públicos en relación con el PIB de magnitud similar a los de los últimos años.

Por todo ello, la programación presupuestaria para los próximos ejercicios debería tender a evitar deslizamientos en el nivel del gasto primario del conjunto de las AAPP en relación con el PIB y promover, al mismo tiempo, ganancias de eficacia en la gestión de determinados servicios públicos, porque ahí radica la posibilidad de obtener recursos adicionales para impulsar mejoras en la calidad de los mismos. Por su parte, en caso de que se produjeran excesos de recaudación sobre lo programado (lo que puede ocurrir con gran probabilidad en 2007, dado el mejor cierre de las cuentas en 2006 y el mayor dinamismo económico que muestra la evolución reciente), deberían destinarse a alcanzar superávits más elevados, de manera que se acelerara la trayectoria de reducción de la ratio de deuda pública en relación con el PIB. Si, más allá de las consideraciones cíclicas en el contexto de la UEM que han guiado la formulación de las recomendaciones anteriores, el horizonte de proyección y de análisis se extendiera, de manera que se tuviera en cuenta la presión sobre el gasto público que puede representar el envejecimiento de la población, los presupuestos de los próximos años deberían programarse para alcanzar objetivos incluso más ambiciosos que los planteados anteriormente.

**4 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (BASE 2000).
SALDO AJUSTADO DE CICLO E INDICADOR DE IMPULSO FISCAL.
ESTIMACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA CON LA METODOLOGÍA DE LA COMISIÓN (a)**

% del PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (b)	2007 (b)	2008 (b)
Saldo de las AAPP (c)	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	0,5	1,1	1,6	1,3	1,1
Saldo primario	2,3	2,5	2,4	2,3	2,5	2,9	3,2	2,8	2,5
Pagos de intereses	3,2	3,0	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4
Crecimiento PIB real	5,0	3,6	2,7	3,0	3,2	3,5	3,9	3,7	3,1
A. OUTPUT GAP SEGÚN NAIRU BP (d)									
Impulso fiscal primario (e)	1,4	1,5	0,6	0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5
Impulso fiscal primario (e)	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	0,2
B. OUTPUT GAP SEGÚN NAIRU SVAR (d)									
Impulso fiscal primario (e)	0,0	0,9	1,3	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1	0,9
Impulso fiscal primario (e)	0,4	0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,5	0,2
C. OUTPUT GAP SEGÚN NAIRU Cphil (d)									
Impulso fiscal primario (e)	1,6	1,8	1,1	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,3
Impulso fiscal primario (e)	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,4	0,2

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

a. Metodología de la Comisión Europea: el impacto del ciclo sobre el saldo presupuestario se obtiene aplicando una elasticidad de 0,4 respecto al *output gap*.

b. Previsiones.

c. Cifras para las Administraciones Públicas, según el SEC 95, corregidas de RENFE en 2004.

d. *Output Gap* = (PIB – PIB pot.) / PIB (%) en términos reales.

e. Un signo positivo denota una orientación expansiva de la política fiscal.

Características técnicas de las previsiones

LA NATURALEZA DE LAS PREVISIONES QUE REALIZA EL BANCO

El Servicio de Estudios del Banco de España realiza cuatro veces al año previsiones macroeconómicas trimestrales a un horizonte temporal que depende del trimestre de partida de las previsiones. Comprende el año corriente y el siguiente (en enero y abril) o el año corriente y los dos años siguientes (en julio y octubre). Este horizonte temporal —que, como se ha visto, abarca como mucho dos años por delante— se considera el más adecuado para conciliar la necesidad de incorporar la información más actualizada, que maximice la capacidad predictiva del futuro más inmediato, con la obtención de un escenario de medio plazo. Por otra parte, este es el horizonte óptimo para asegurar una calidad aceptable en las previsiones realizadas con el conjunto de instrumentos y técnicas disponibles, como también muestra la práctica en otros bancos centrales. Dos veces al año, en abril y octubre, las previsiones macroeconómicas de la economía española se realizan de forma coordinada con el resto de bancos centrales, obteniéndose por agregación un cuadro relativamente completo de las perspectivas de crecimiento e inflación a dos años vista de la zona del euro.

El conjunto de previsiones constituye una pieza de información fundamental para efectuar el diagnóstico y para evaluar las perspectivas de la economía española y está en la base de los análisis que con distinto cometido realiza el Banco: informe trimestral sobre perspectivas a corto plazo de la economía española, análisis de políticas económicas, contribución al debate europeo sobre perspectivas econó-

micas, etc. La fecha de elaboración de las previsiones que se presentan en esta nota es enero de 2007 y su horizonte temporal se extiende hasta el cuarto trimestre de 2008.

SUPUESTOS EXTERNOS DE LAS PREVISIONES

Las previsiones realizadas por el Servicio de Estudios del Banco de España descansan en determinados supuestos que tratan de reflejar la senda más probable de las principales variables exógenas, pues estas constituyen unos determinantes fundamentales del gasto interno y de la formación de costes y precios. Se supone asimismo que no hay cambios de política económica a lo largo del horizonte de previsión, más allá de los que estén aprobados en cada momento. La fecha de cierre de los datos para la elaboración de las previsiones que se presentan en esta nota fue el pasado mes de enero, por lo que, en algunos casos, la evolución de las últimas semanas ha podido marcar pequeños cambios en la senda prevista.

Como ya se ha mencionado, las proyecciones fiscales que subyacen al escenario descrito presuponen que el superávit de las Administraciones Públicas se mantendría en España por encima del 1% del PIB en 2007 y 2008, aunque por debajo del superávit que se alcanzó en 2006, de modo que prevalecería un tono moderadamente expansivo de la política fiscal.

Entre los condicionantes monetarios y financieros, las previsiones toman como referencia el nivel de los tipos de interés implícitos en

las curvas del mercado monetario a lo largo del horizonte de proyección. Según esta información, los tipos de interés a corto plazo se elevarían en el promedio de 2007 hasta el 3,9% (3,1% en 2006) y permanecerían estabilizados en ese nivel en 2008 (véase cuadro 5). Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, no se moverían a lo largo del horizonte de previsión, manteniéndose en el 3,8% desde 2006. En cuanto al tipo de cambio del euro, la hipótesis que se establece es que esta variable permanecería constante respecto a los niveles observados en las primeras semanas de enero, lo que supone una cierta apreciación en el promedio de 2007. Esto contribuye, por un lado, a moderar las presiones inflacionistas procedentes del exterior y, por otro, acentúa la pérdida de competitividad precio de las exportaciones en los mercados no pertenecientes a la zona del euro. En cuanto a los precios de la vivienda, que constituyen un determinante esencial de la riqueza real de las familias y del coste de uso de las viviendas, la previsión se basa en el mantenimiento de una senda de ajuste gradual a lo largo del ejercicio de previsión.

En el contexto internacional, en 2006 la actividad y el comercio mundial volvieron a mostrar ritmos de avance elevados, sustentados, en buena medida, por la fortaleza de la demanda de las economías emergentes. No obstante, desde la perspectiva española, el rasgo más favorable fue el progresivo afianzamiento de la recuperación de la zona del euro. De acuerdo con los supuestos externos —coherentes con las proyecciones más recientes de algunos organismos internacionales—, la expansión del comercio mundial y de los mercados de exportación de España podría ralentizarse en la primera mitad del 2007, debido, entre otros factores, a los efectos derivados del aumento del IVA en Alemania y a la continuidad de la desaceleración en Estados Unidos, cobrando posteriormente una mayor pujanza, aunque sin alcanzar los ritmos de avance estimados para 2006.

Por su parte, los precios de exportación de manufacturas vigentes en los mercados internacionales apuntan a una continuidad del escenario de contención de la inflación que ha prevalecido en la mayoría de los países desarrollados a lo largo de 2006, a pesar del aumento del precio de la energía. Finalmente, los supuestos sobre el precio del petróleo y de otras materias primas se elaboran a partir de la información procedente de las cotizaciones en los mercados de futuro observadas en las primeras semanas de enero. En este sentido, las expectativas sobre los precios del petróleo que se observan en los mercados de futuros muestran una ligera flexión al alza de esta variable a lo largo del horizonte de proyección respecto a los niveles actuales, hasta alcanzar niveles en torno a los 60 dólares por barril. En cambio, las expectativas de mercado sobre los precios de las materias primas apuntan a una moderación gradual en los próximos años.

RIESGOS AL ESCENARIO CENTRAL

Los principales riesgos al escenario central provienen, en el entorno exterior, de un comportamiento más alcista de los precios del petróleo o de un tono menos expansivo de la economía mundial. Ello podría producirse como consecuencia de una desaceleración más intensa de la economía norteamericana —ante un ajuste de mayor magnitud del sector inmobiliario o en respuesta a una eventual corrección de los desequilibrios globales que se han ido acumulando en los últimos años—, o por una evolución más titubeante de la economía europea, que se podría ver más afectada por las medidas fiscales que se van a acometer a lo largo de 2007. Un escenario de menor crecimiento de la economía mundial y, en particular, de la zona del euro incidiría negativamente sobre la demanda exterior neta de la economía española. En el ámbito interno, el principal riesgo se centra en un ajuste menos gradual del sector inmobiliario que pudiera afectar al crecimiento del empleo, a las expectativas de renta, al precio de la vivienda y, en consecuencia, a los planes de consumo y de inversión residencial de los agentes.

5 CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS, Y SUPUESTOS EXTERNOS

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS						
Tipos de interés a corto plazo	2,3	2,1	2,2	3,1	3,9	3,9
Tipos de interés a largo plazo	4,1	4,1	3,4	3,8	3,8	3,8
Tipos de cambio dólar/euro	1,13	1,24	1,24	1,26	1,30	1,30
ENTORNO INTERNACIONAL						
Crecimiento del mercado mundial	5,2	10,8	7,3	9,0	7,4	7,5
Mercado de exportación de España	3,8	8,2	6,3	8,6	6,4	6,4
Precios de exportación de la OCDE en euros	-3,9	0,0	2,4	2,2	0,9	1,4
Precios de las materias primas en euros	-5,6	7,3	6,0	27,6	11,1	3,7
Precios del petróleo (dólares/barril)	28,9	38,3	54,4	65,5	56,9	59,8