

INFORME DE PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Resumen

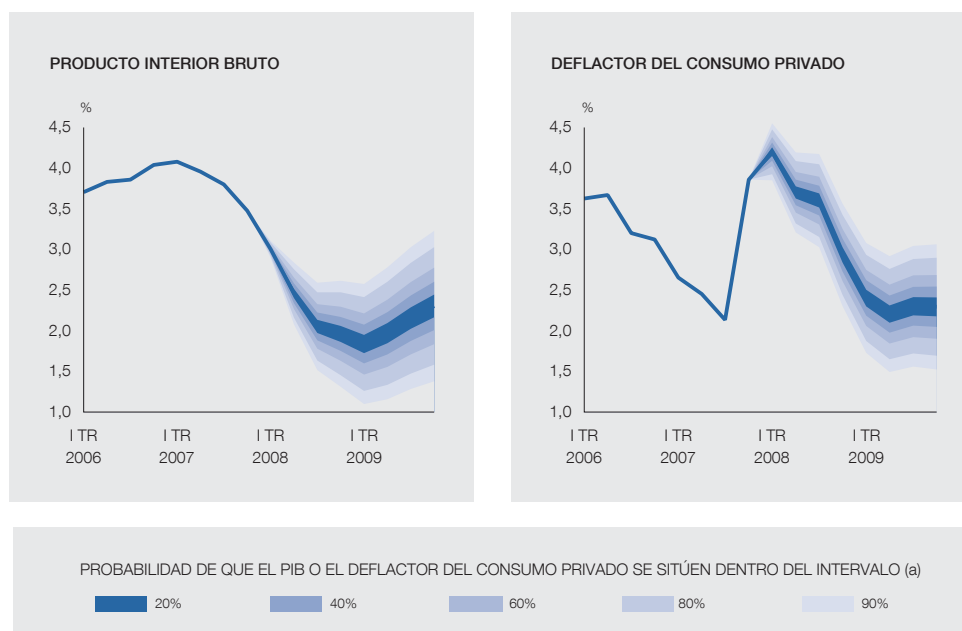
Este informe presenta un análisis sobre la situación y perspectivas de la economía española, realizado por el Servicio de Estudios del Banco de España teniendo en cuenta la información disponible hasta el día 7 de marzo. Su horizonte temporal abarca los años 2008 y 2009. Este informe responde al compromiso, anunciado por el Banco de España en la primavera pasada, de publicar de forma regular proyecciones macroeconómicas, con el objetivo de reforzar la transparencia sobre el diagnóstico de la situación y las perspectivas de la economía española, en línea también con las prácticas de otros bancos centrales. El informe de proyecciones será publicado con regularidad en el Boletín Económico del mes de marzo.

El año 2007 se caracterizó por una prolongación del período de dinamismo de la actividad de la economía española, con un crecimiento del PIB del 3,8%, solo una décima por debajo del ejercicio anterior. Este comportamiento fue compatible con una moderación de la contribución de la demanda nacional al crecimiento de aproximadamente medio punto porcentual, compensada por una mejora de análoga magnitud de la aportación del sector exterior. No obstante, tras una fuerte expansión en el primer trimestre, del 4,1%, la actividad se fue desacelerando gradualmente, hasta alcanzar el 3,5% en el cuarto trimestre.

Las previsiones que este informe presenta apuntan a una ralentización de la actividad algo más pronunciada en los próximos trimestres, de modo que en el escenario central que aquí se describe el crecimiento del PIB para el conjunto de 2008 podría situarse en el 2,4%. Como ocurrió en 2007, la moderación del crecimiento sería la consecuencia del menor empuje de la demanda nacional, especialmente de la inversión, aunque también el gasto de las familias en consumo se moderaría, mientras que las exportaciones netas continuarían mejorando su aportación al crecimiento, debido al menor ritmo de expansión de las importaciones. Para 2009 se proyecta una continuación de esa pauta de moderación de la actividad, hasta una tasa del 2,1% en el conjunto del año, si bien a lo largo de ese ejercicio el producto empezaría a recuperarse. La desaceleración de la demanda nacional sería más suave que en 2008, aunque, dentro de ese agregado, la contención de la inversión residencial se haría más marcada. Por su parte, el sector exterior volvería a generar una aportación positiva al crecimiento, con un aumento de las exportaciones superior al de las compras al exterior.

En cuanto a la inflación, tras situarse en el 2,8% en el promedio de 2007, el deflactor del consumo privado repuntaría significativamente en 2008, hasta el 3,6%, debido al encarecimiento de la energía y de los alimentos elaborados, ya que se espera que las restantes partidas ejerzan un efecto moderador de las presiones inflacionistas. No obstante, se estima que la tasa de inflación disminuirá a lo largo de 2008, de modo que en el cuarto trimestre se situaría por debajo del 3%. En ausencia de nuevas perturbaciones en los mercados de materias primas, para 2009 se proyecta una disminución significativa del deflactor del consumo privado, hasta el 2,3%.

Como ocurre con cualquier previsión económica, las proyecciones que aquí se presentan están sometidas a unas notables dosis de incertidumbre, que aumentan conforme se aleja el horizonte de predicción. En las circunstancias actuales, la incertidumbre es incluso mayor de lo habitual, en la medida en que resulta muy difícil predecir el alcance futuro de determinados fenómenos (como el encarecimiento de las materias primas o, especialmente, las turbulencias financieras) que están afectando significativamente a la economía mundial en los últimos meses. Una forma de representar esa incertidumbre es calcular los errores de predicción en los



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

Último dato observado: IV trimestre de 2007.

que se ha incurrido históricamente y, sobre esa base, mostrar las bandas en torno a las cuales podría encontrarse con una cierta probabilidad la evolución efectiva de cada variable macroeconómica. Este es el enfoque que se ha utilizado para mostrar la incertidumbre que existe en torno a las proyecciones de crecimiento e inflación (véase gráfico 1)¹.

Dentro de este contexto se vislumbran algunas fuentes de riesgo que hacen que las posibles desviaciones al alza o a la baja con respecto al escenario central no aparezcan como igualmente probables. Así, aunque la proyección incorpora un escenario internacional menos boyante que el de los últimos años, no puede descartarse que la debilidad de algunas economías (en especial, la de Estados Unidos) sea mayor que la esperada, o que esa pérdida de dinamismo contagie de forma más intensa a otras áreas. Las implicaciones del fenómeno de las turbulencias financieras pueden ser también más acusadas de lo proyectado. Estos factores, que podrían, además, acentuar el ajuste de la inversión residencial en España, sugieren que los riesgos que rodean las previsiones de crecimiento del producto se inclinan a la baja, lo que implica que las desviaciones por debajo de la senda de crecimiento del escenario central de este informe se consideran más probables que las contrarias. En el caso de la inflación, los riesgos son predominantemente al alza, especialmente, en 2009, en la medida en que es posible que continúen las tensiones en los mercados de petróleo y de materias primas, y que estas se trasladen a los costes laborales y a los precios interiores.

Tras este resumen, en la siguiente sección del informe se hacen explícitos los supuestos externos que subyacen a las previsiones formuladas. El tercer apartado realiza un diagnóstico detallado de las perspectivas de la economía española, mientras que en el último se analizan cuáles son los principales riesgos que gravitan sobre el escenario central descrito.

1. En el anejo al final de la nota se ofrecen algunos detalles técnicos sobre la elaboración de este gráfico.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2004	2005	2006	2007	Proyección		Diferencia con la previsión publicada el 30 de marzo de 2007 (**)	
					2008	2009	2007	2008
Entorno internacional								
Producto mundial	5,3	5,3	5,5	5,2	4,2	4,3	0,2	-0,8
Mercados mundiales	10,8	7,9	8,9	6,0	5,5	6,3	-1,3	-2,0
Mercados de exportación de España (a)	8,2	6,1	8,1	5,4	4,5	5,3	-1,1	-1,9
Precio del petróleo en dólares (nivel)	38,3	54,4	65,4	72,7	96,1	95,6	15,8	36,4
Precios de exportación de los competidores en euros (b)	-0,5	3,6	3,0	0,5	0,0	1,7	0,0	-1,5
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,24	1,24	1,26	1,37	1,48	1,48	0,07	0,18
Tipo de interés a corto plazo (EURIBOR a tres meses)	2,1	2,2	3,1	4,3	4,3	3,7	0,4	0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a 10 años)	4,1	3,4	3,8	4,3	4,3	4,5	0,5	0,5

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

(*) Fecha de cierre de las predicciones: 7.3.2008.

(**) Un signo «+» («-») implica que la proyección actual es superior (inferior) a la proyección publicada en marzo de 2007.

a. Ponderados por su participación en las exportaciones de España.

b. Ponderados por su participación en las exportaciones españolas ajustada por el efecto de terceros mercados.

Los supuestos externos de las proyecciones

Las previsiones elaboradas por el Banco de España se fundamentan en un conjunto de supuestos sobre la trayectoria de los principales condicionantes exógenos de las variables de actividad, precios y costes de la economía española.

Las proyecciones de los tipos de cambio, tipos de interés y precios del petróleo se basan en la evolución de los respectivos mercados en el momento inmediatamente anterior al de la formulación de las previsiones². En el caso del tipo de cambio del euro, el supuesto realizado consiste en que esta variable permanece constante en el valor vigente en el mercado de contado en el período de referencia, lo que se traduce, en términos del tipo de cambio bilateral frente al dólar, en un valor del euro un 8% más apreciado en el promedio de 2008 frente al de 2007 (véase el cuadro 1). En comparación con la previsión publicada en marzo de 2007³, el supuesto actual de esta variable incorpora una sustancial revalorización del euro en 2008. La senda de los tipos de interés a corto plazo (medidos por el EURIBOR a tres meses) se obtiene de las expectativas implícitas en las curvas del mercado monetario, que muestran un perfil descendente. De acuerdo con esta información, el tipo de interés a corto plazo se situaría, por término medio, en el 4,3% en 2008 (lo que representa una revisión al alza de 0,4 pp con relación a la anterior previsión), y en el 3,7% en 2009. Por su parte, la trayectoria de los tipos de interés a largo plazo, aproximada a través de las expectativas de mercado sobre la evolución del rendimiento de la deuda pública a diez años, es bastante estable, situándose en el 4,3% en 2008 y en el 4,5% en 2009. El precio del petróleo se elevaría hasta 96 dólares en el conjunto de 2008 y 2009, de acuerdo con las expectativas de los mercados de futuros sobre esta materia prima en el período de referencia, lo que supone un aumento del

2. Al objeto de evitar que estas proyecciones se vean distorsionadas por los efectos de la volatilidad de un día concreto, se adoptan valores promedio de un período de referencia algo más largo que la propia fecha de cierre de la información (en concreto, las dos semanas que la preceden). El cálculo de estos supuestos externos está en línea con los procedimientos que se aplican habitualmente en los ejercicios de proyección del Eurosistema. 3. A lo largo de este informe, el punto de comparación de las actuales proyecciones es el informe de previsión que se publicó en el sitio web del Banco el 30 de marzo de 2007.

32% respecto a 2007, aunque la apreciación del euro limita parcialmente el impacto sobre ese encarecimiento. En cuanto al precio de la vivienda, se espera que continúe la desaceleración registrada en los últimos años, hasta crecer a tasas negativas en términos reales en 2008 y 2009.

Por lo que respecta al contexto internacional, la evolución futura de las variables de comercio exterior de la zona del euro se corresponde con la incorporada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE que se presentan en el Boletín Mensual de esa institución de marzo de 2008. En este año, se espera una desaceleración de la economía mundial, ligada, sobre todo, a la debilidad de Estados Unidos, que se transmite a otras áreas, en particular, a la zona del euro, lo que repercute en un menor dinamismo de los mercados de exportación españoles, que crecerían un 4,5% en 2008, casi dos puntos porcentuales menos que lo estimado en marzo de 2007. Para 2009 se espera una recuperación de los mercados exteriores, hasta tasas similares a las observadas en 2007. Por otro lado, a pesar del encarecimiento del crudo y de otras materias primas no energéticas, los precios de las exportaciones en los mercados internacionales en euros se estabilizarían en 2008, debido a la apreciación de la moneda europea, y aumentarían un 1,7% en 2009.

Finalmente, debe destacarse que en estas previsiones no se han estimado los efectos de las eventuales medidas presupuestarias que puedan adoptarse en el futuro en España, sino solo los de aquellas ya aprobadas.

Perspectivas de la economía española

El crecimiento del PIB se situó en el 3,8% en 2007, dos décimas más de lo previsto en el informe publicado en marzo de ese año, como consecuencia, fundamentalmente, de un mejor comportamiento del sector exterior, en particular, por un menor dinamismo de las importaciones (véase cuadro 2). De hecho, en 2007 ha continuado el proceso de reequilibrio de las aportaciones respectivas de la demanda nacional y de las exportaciones netas, que se había iniciado ya con claridad en 2006. Así, el saldo neto exterior detrajo siete décimas al crecimiento de 2007, cinco menos que el año anterior, lo que se debió tanto al comportamiento menos expansivo de las compras al resto del mundo, como al hecho de que las exportaciones crecieron a un ritmo ligeramente superior al observado en 2006 (véase gráfico 2).

La aportación de la demanda nacional a la tasa de avance del producto en 2007 experimentó, en comparación con 2006, una disminución de medio punto porcentual. El ritmo de expansión del consumo de los hogares prolongó, a lo largo del año, la pauta de suave inflexión a la baja que ya mostrara en la parte final de 2006, aunque su tasa de avance siguió siendo relativamente elevada, gracias al dinamismo del empleo. No obstante, este crecimiento fue tres décimas menor que el proyectado en marzo de 2007. La formación bruta de capital fijo experimentó, asimismo, una moderada ralentización, algo mayor que la prevista en la primavera pasada. Esto habría sido el resultado de un comportamiento muy diferenciado de sus dos componentes principales: por un lado, la inversión en bienes de equipo tuvo un comportamiento robusto, mejor que el previsto, mientras que la inversión en construcción, para la que se esperaba un ritmo de avance similar al 6% registrado en 2006, se desaceleró claramente.

En 2008 se espera una ralentización más marcada del ritmo de crecimiento del producto, como consecuencia de una mayor pérdida de dinamismo de la demanda nacional, que se vería compensada solo parcialmente por la mejoría de la aportación del saldo neto exterior. El PIB crecería en ese año un 2,4%, siete décimas por debajo de la previsión realizada hace un año. Las causas de esta revisión a la baja de la cifra de crecimiento se concentran en el entorno internacional menos favorable que se prevé en 2008, con un menor crecimiento de los mercados de exportación y mayores precios de las materias primas, y en un ajuste más pro-

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2004	2005	2006	2007	Proyección		Diferencia con la previsión publicada el 30 de marzo de 2007 (**)	
					2008	2009	2007	2008
PIB	3,3	3,6	3,9	3,8	2,4	2,1	0,2	-0,7
Consumo privado	4,2	4,2	3,8	3,2	2,3	1,9	-0,3	-0,7
Consumo público	6,3	5,5	4,8	5,1	4,8	4,4	1,0	1,0
Formación bruta de capital fijo	5,2	6,5	7,0	6,0	1,5	0,4	-0,2	-2,2
<i>Inversión en bienes de equipo</i>	5,1	9,2	10,4	11,6	4,4	2,6	2,6	-2,1
<i>Inversión en construcción</i>	5,4	6,1	6,0	4,0	-0,2	-1,2	-1,9	-3,0
Exportación de bienes y servicios	4,2	2,6	5,1	5,3	4,0	4,5	0,0	-1,4
Importación de bienes y servicios	9,6	7,7	8,3	6,6	4,1	3,4	-0,6	-1,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,9	5,3	5,1	4,6	2,7	2,0	0,0	-0,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7	-0,3	0,0	0,2	0,2
Deflactor del consumo privado	3,6	3,4	3,4	2,8	3,6	2,3	0,6	0,9
Costes laborales unitarios	2,4	2,5	2,3	2,7	3,4	2,5	0,0	0,8
Remuneración por asalariado	3,0	2,9	3,0	3,6	4,3	3,5	0,2	1,1
Productividad aparente del trabajo	0,6	0,4	0,7	0,8	0,9	1,0	0,2	0,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,7	3,2	3,2	3,0	1,5	1,1	0,0	-0,9
Tasa de paro (% de la población activa)	10,6	9,2	8,5	8,3	9,0	9,8	0,1	0,9
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	11,3	11,0	10,5	10,5	10,8	11,4	0,4	0,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5	-10,0	-10,0	-0,8	-0,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-0,3	1,0	1,8	2,2	1,2	0,2	1,0	0,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

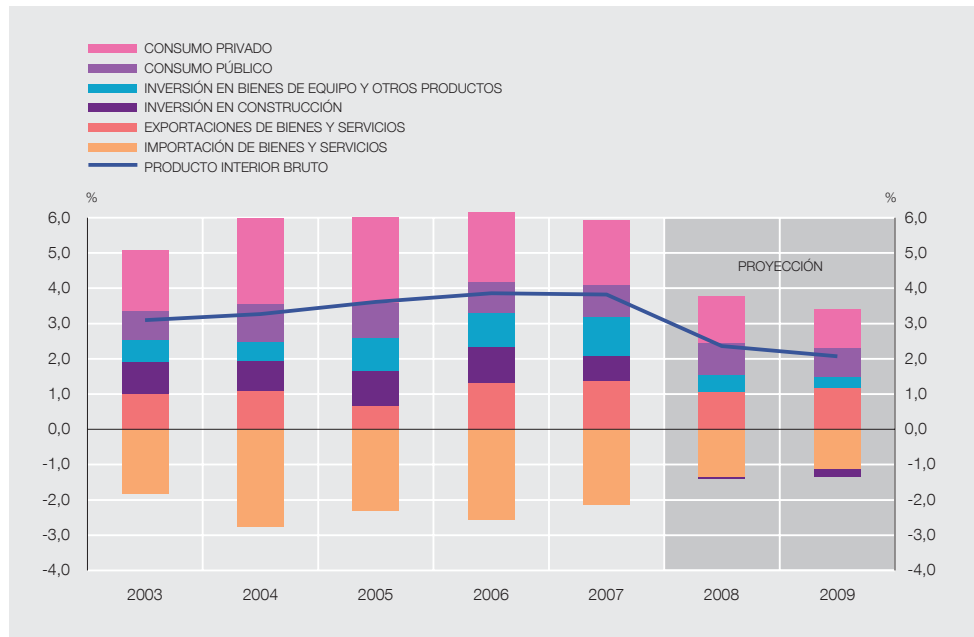
(*) Fecha de cierre de las predicciones: 7.3.2008.

(**) Un signo «+» («-») implica que la proyección actual es superior (inferior) a la proyección publicada en marzo de 2007.

Último dato publicado por el INE: IV trimestre de 2007.

nunciado de la inversión en vivienda en España. Este comenzó ya en 2006, en respuesta al progresivo endurecimiento de la política monetaria observado desde 2005 y a las expectativas menos favorables de revalorización de los precios de los inmuebles, pero, en los últimos trimestres, se ha intensificado, influido, en parte, por la inestabilidad financiera que ha estado presente en los mercados desde el verano de 2007 (véase gráfico 3). La menor pujanza del sector inmobiliario supondría un menor dinamismo en la creación de empleo, así como una desaparición de los estímulos procedentes del incremento de la riqueza que han estado impulsando el crecimiento del gasto de las familias en los últimos años.

En el caso del consumo privado se prevé una ralentización hasta una tasa del 2,3% en 2008, que es consecuencia del menor incremento de la renta bruta disponible y de la riqueza de las familias, tanto real como financiera. La renta disponible en términos reales se desaceleraría en 2008 debido a la más moderada creación de empleo, si bien la menor recaudación de impuestos y los elevados aumentos de los salarios contribuirían a amortiguar esa pérdida de dinamismo. Por su parte, aunque todavía mantendría una cierta pujanza en 2008, también se espera una moderación de la inversión en bienes de capital, que acompañaría al tono menos expansivo de los mercados exteriores y de la demanda nacional. En 2008, las exportaciones se desacelerarían a causa tanto del menor crecimiento de los mercados exteriores, como de la apreciación del euro; sin embargo, el impacto positivo sobre la actividad de la ralentización de las importaciones —que responderían al menor empuje de la demanda final— sería superior, permitiendo que la aportación neta del sector exterior siguiera mejorando.



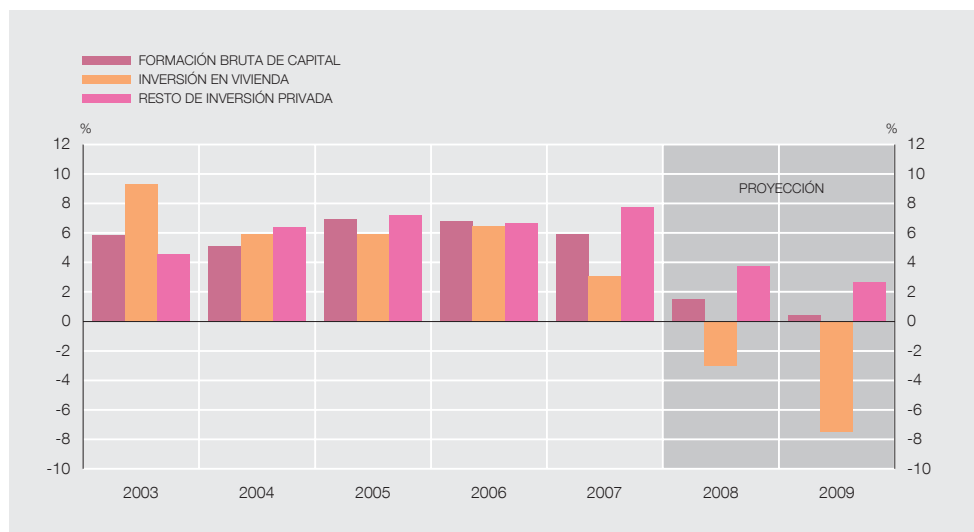
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2007.

Para 2009 se estima que la desaceleración del PIB continuará, aunque de forma más suave, de modo que el crecimiento en el conjunto del año alcanzará el 2,1%. De nuevo, esta proyección descansa en la ralentización de todos los componentes de la demanda nacional, aunque sería más moderada que la que se registraría en 2008. Además, en 2009 la inversión pública impulsaría de forma relevante las cifras de construcción, tras la evolución más modesta del año anterior, que se encuentra vinculada al habitual ciclo electoral. En 2009 seguiría la mejora en la aportación del sector exterior al crecimiento, gracias a un mayor dinamismo de las exportaciones, que se apoyaría en la recuperación de los mercados internacionales, y a la desaceleración de las importaciones, que continuarían reflejando el pulso más débil de la demanda final.

Se estima que la magnitud de la ralentización prevista en el ritmo de generación de empleo será ligeramente superior a la proyectada para el producto, por lo que la productividad en el conjunto de la economía experimentaría una recuperación desde el 0,8% en 2007 al 0,9% en 2008 y el 1% en 2009. Por otro lado, se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado del total de la economía repuntará significativamente en 2008, como consecuencia, sobre todo, del impacto de las cláusulas de salvaguarda, causado por las tasas más altas de inflación observadas a finales de 2007, mientras que en 2009 los aumentos salariales se desacelerarían, aunque se situarían aún en tasas relativamente elevadas, del 3,5%, poco coherentes con la menor expansión de la actividad.

En cuanto a la inflación, la senda de la tasa de variación del deflactor del consumo privado se está viendo condicionada por el incremento reciente de los precios de la energía y por los aumentos en los precios de algunos alimentos elaborados. Este repunte de las presiones inflacionistas dará paso en los próximos meses a una gradual disminución de las tasas de inflación. Con todo, el deflactor del consumo privado para el conjunto de 2008 será elevado, en torno al 3,6%, aunque a finales de año la inflación se situará, probablemente, por debajo del 3%. Para 2009, en ausencia de nuevas presiones en los mercados de petróleo y de materias primas alimenticias, el



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2007.

deflactor del consumo privado se moderaría sustancialmente, hasta el 2,3%, en parte por la desaparición de los efectos base que han dominado la evolución reciente, y también por las menores presiones inflacionistas generadas por una evolución del gasto más débil.

Este escenario central de desaceleración del crecimiento conduce a que se atenúen algunos desequilibrios de la economía española. En este sentido, se estima que la necesidad de financiación de la nación continuará ampliándose en 2008, hasta el 10% del PIB, pero se estabilizará en esa ratio en 2009. Aunque la financiación del déficit exterior no presenta dificultades en la Unión Monetaria, la elevada dependencia del ahorro procedente del resto del mundo puede suponer un riesgo en momentos de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, como los que se han experimentado desde el pasado mes de agosto, ya que los mercados a través de los que las entidades de crédito españolas han canalizado habitualmente la captación de ahorro del exterior se han visto intensamente afectados por ese proceso de turbulencias. Con todo, la tendencia hacia una gradual moderación de la inversión de las empresas y, sobre todo, de las familias debería permitir una reconducción del desequilibrio exterior hacia niveles más bajos.

En el caso de los hogares, ya se viene observando en los últimos trimestres una clara moderación de su recurso a la financiación, como consecuencia de los aumentos de tipos de interés que empezó a aplicar el BCE desde finales de 2005 y del repunte de los tipos de interés de los mercados monetarios resultante del proceso de turbulencias financieras que se inició el verano pasado. El incremento de la carga financiera de los hogares está incidiendo en la moderación del consumo, y se prevé que impulse una recuperación de la tasa de ahorro de las familias a partir de 2008, tras los descensos continuados que ha experimentado en los últimos años. Todo ello configuraría un proceso de ajuste suave hacia ritmos de gasto y de endeudamiento más moderados y sostenibles. En esta misma línea apuntaría la gradual, pero continuada, desaceleración de los precios de la vivienda que se está observando y la disminución de las cotizaciones bursátiles, que reducirán la magnitud del efecto riqueza sobre el consumo. El recurso de las sociedades no financieras a la financiación ajena también se ha moderado, en especial, en el caso de las empresas relacionadas con el sector de la construcción y la promoción inmobiliaria. Sin embar-

go, el crédito a empresas manufactureras y de servicios ha seguido avanzando a un ritmo notable, lo que refleja el mantenimiento de expectativas favorables a medio plazo, a pesar de la revisión a la baja de las perspectivas económicas mundiales y nacionales.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2007 con un superávit del 2,2% del PIB, sustancialmente superior al inicialmente previsto, gracias a las elevadas cifras de recaudación, en particular de impuestos directos. Sin embargo, la favorable evolución de los ingresos de los últimos años ha tenido también un componente de naturaleza transitoria, vinculado al fuerte crecimiento de los beneficios empresariales, así como a los desarrollos en el mercado inmobiliario. Sin embargo, ya en 2007 se detectó una disminución de la recaudación de algunas figuras impositivas que antes habían sido muy dinámicas, como el impuesto sobre transmisiones patrimoniales, que podría hacerse más intensa en 2008 y 2009, en la medida en que la actividad del mercado inmobiliario se ralentice. Por otra parte, la pérdida de dinamismo del empleo y del consumo privado conducirá a que los impuestos muestren ritmos de avance más modestos. Asimismo, el incremento proyectado en la tasa de paro supondrá un aumento en el pago de prestaciones por desempleo, que incrementará el gasto público. Con todo ello, se estima para 2008 una reducción del saldo positivo de las AAPP hasta el 1,2% del PIB, que continuaría en 2009, de modo que en este último año el superávit llegaría casi a desaparecer (0,2% del PIB). Los indicadores de impulso fiscal —que tratan de caracterizar la situación de la política presupuestaria en relación con la posición cíclica de la economía— apuntan a una orientación expansiva tanto en 2008 como 2009.

Riesgos en las previsiones

Las previsiones presentadas describen una ralentización del PIB en 2008 y 2009 basada en el menor dinamismo de la demanda nacional, amortiguada por la mejora de la contribución de la demanda externa al crecimiento económico. El endurecimiento de la política monetaria desde finales de 2005 y el comienzo del proceso de ajuste de la actividad en el sector residencial ya condujeron a una desaceleración en la demanda nacional en 2007. Las condiciones financieras más estrictas que han seguido a las perturbaciones que se han venido registrando en los mercados financieros internacionales desde el verano de 2007 y una fase más intensa de ajuste inmobiliario supondrán que en 2008 la desaceleración de la actividad sea más significativa. El sector exterior, gracias, sobre todo, a la ralentización de las importaciones, amortiguaría el impacto negativo de la demanda nacional sobre el PIB.

Como se comentó en el primer apartado, la materialización efectiva de estas previsiones está sometida a un notable grado de incertidumbre, especialmente en las circunstancias actuales. En el caso de la actividad, los riesgos que se vislumbran son principalmente a la baja. En el ámbito exterior, es posible que la actividad económica mundial —tanto en los países industrializados como en los emergentes— se resienta en mayor medida de lo actualmente anticipado de la inestabilidad financiera internacional. Asimismo, si persisten las dificultades para que las entidades de crédito se financien a precios razonables en los mercados internacionales, no puede descartarse que las condiciones financieras (tipos de interés o condiciones de acceso al crédito) se hagan más exigentes para las decisiones de financiación del gasto de los hogares y de las empresas en España. Esto, a su vez, podría hacer más pronunciado el ajuste que ya se ha iniciado en el sector inmobiliario.

Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones a corto y medio plazo dependen estrechamente de la evolución de los mercados de petróleo y de materias primas agrícolas. Es difícil discernir si va a mantenerse la tendencia al alza en esos mercados o si, más bien, el menor dinamismo de la economía mundial podría moderar las tasas de crecimiento de los precios de esas materias primas en el futuro. En cualquier caso, la presencia de cláusulas de indicación en los acuerdos salariales en España hace que los pasados incrementos de precios se trasla-

den a la remuneración por empleado y presionen al alza sobre la inflación futura, generando cierta persistencia en la dinámica inflacionista. Por otra parte, la disminución de las presiones de demanda que se desprende de la desaceleración proyectada del consumo privado —y, en general, de la demanda nacional— a lo largo del horizonte de previsión puede contribuir a la atenuación de las presiones inflacionistas subyacentes. Observados en su conjunto, estos factores hacen que se considere más probable que las posibles desviaciones de la inflación con respecto a su escenario central sean al alza, especialmente en 2009.

26.3.2008.

ANEJO

Incertidumbre asociada a las proyecciones

Como se señala en el texto principal, la realización de predicciones macroeconómicas conlleva de forma inherente la existencia de incertidumbre. En primer lugar, las variables que se desea proyectar responden, generalmente, a numerosos determinantes, con los cuales guardan una relación frecuentemente compleja y solo conocida parcialmente. En segundo lugar, las previsiones descansan sobre diversos supuestos acerca del comportamiento de algunas variables exógenas que pueden no cumplirse en la práctica. Finalmente, las variables económicas se ven afectadas por perturbaciones que son completamente impredecibles.

Dos características relevantes de las predicciones realizadas por el Servicio de Estudios del Banco de España —que inciden sobre su incertidumbre— son su naturaleza condicionada y la consideración de información de expertos. Son predicciones condicionadas, dado que se realizan bajo el conjunto de hipótesis técnicas indicadas en la segunda sección de este informe. Además, los resultados derivados de modelos econométricos son complementados con la información adicional que proporcionan los diferentes expertos. Este hecho supone que la cuantificación de la incertidumbre se deba llevar a cabo a partir de los errores de previsión extramuestral de los ejercicios de predicción realizados en el pasado.

Entre las posibles opciones para comunicar la incertidumbre asociada a las predicciones se ha elegido la presentación de su función de densidad, lo que conlleva una representación más completa que si se considerara un único intervalo de confianza. De este modo, se evita además el riesgo, que suele manifestarse cuando las previsiones se presentan a través de la formulación de rangos, de que se interprete que todos los puntos comprendidos dentro de ellos son igualmente probables. En el gráfico 1 se muestra, para cada período de predicción, un conjunto de cinco intervalos en torno a la previsión central, con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente. Cada uno de estos intervalos incluye los asociados a probabilidades inferiores a la considerada. Así, por ejemplo, el intervalo al 90% es el comprendido entre sus límites inferior y superior y engloba los correspondientes al 20%, 40%, 60% y 80% de probabilidad. Obsérvese que la amplitud de estos intervalos aumenta en mayor medida que la probabilidad asociada.

La hipótesis subyacente es que la función de densidad es normal, lo que implica que la probabilidad de situarse por encima del escenario central coincide con la probabilidad de situarse por debajo. Habitualmente, en la construcción de los intervalos suele emplearse la desviación típica como medida de la variabilidad de los errores de previsión históricos. Sin embargo, en este caso, con el fin de evitar un impacto excesivo de los errores pasados más alejados de la pauta histórica, se ha decidido hacer uso de la mediana de las desviaciones absolutas respecto de la mediana, medida más *robusta* que la desviación típica⁴.

4. Medidas robustas alternativas ofrecen resultados muy similares.