

## **II Foro Tendencias Económico-Empresariales**

# **El entorno del mercado ¿podemos ser optimistas?**

**Antonio Pulido**  
Instituto L. R. Klein, UAM

**Palma de Mallorca      16/17 de octubre de 1998**  
Olas, explosiones y expectativas.

Entender la situación actual y adentrarnos en su futuro, con una visión amplia y no con el sube-y-baja que denuncia Krugman en muchos analistas económicos (“personas que realizan predicciones económicas, cuya tarea es hacer declaraciones confiadas, pero casi siempre equivocadas, sobre lo que va a ocurrir en los próximos meses”<sup>1</sup>) exige una reflexión previa de cierta profundidad.

En forma necesariamente muy reducida, quisiera compartir con ustedes algunas ideas. La primera, es que la crisis asiático-ruso-latinoamericana nos afecta conjuntamente con otras muchas fuerzas, como los remolinos que se crean en el mar al chocar diversas olas. La metáfora, ya clásica, es del sociólogo norteamericano Alvin Toffler (“olas de cambio que entrechocaban y se arremolinaban, provocando conflicto y tensión a nuestro alrededor”<sup>2</sup>) pero sigue teniendo plena actualidad casi veinte años después de su enunciado. Por citar sólo las “olas” de más envergadura: 1) la transformación de las economías del este; 2) la irrupción de los mercados emergentes; 3) la Unión Europea en sus diferentes fases.

La segunda reflexión se refiere a algunos cambios radicales de las reglas económicas de nuestro tiempo. Estamos sometidos a los efectos de una gran explosión económica, compuesta por una cadena de detonaciones en campos tales como la globalización general, con especial referencia a los mercados financieros internacionales, la reconducción del papel de las Administraciones y empresas públicas o el envejecimiento de la población y la dificultad de crear puestos de trabajo con altas mejoras de productividad<sup>3</sup>.

En particular, los últimos acontecimientos sólo pueden ser entendidos si se parte de: 1) la importancia creciente de los flujos financieros; 2) la volatilidad potencial de estos flujos en un mercado global muy competitivo y tecnificado, que exige una revisión permanente de posiciones; 3) la tendencia hacia que las expectativas se conviertan en realidad, se “autoalimenten”, como consecuencia de la actuación predominante “gregaria” y del nerviosismo vigilante de los gestores de fondos de inversión, en busca de un rendimiento diferencial.

Pero el papel de las expectativas en el actual mundo económico va mucho más allá de la redistribución permanente de los flujos financieros internacionales.

En particular, la “credibilidad” de los gobiernos y sus políticas se convierte en una expectativa condicionante de todo proceso de crisis o de crecimiento sostenido. Pero a su vez las expectativas de cambio en la economía real terminan condicionando las actuaciones de los propios agentes económicos y, en el caso de los Estados y las organizaciones supranacionales, pueden incluso llevar a políticas económicas que cambien la línea prevista de evolución (como ocurrió en la anterior crisis financiera de octubre de 1987)<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Paul Krugman, *Vendiendo prosperidad*, Ariel, 1994, pág. 17.

<sup>2</sup> Alvin Toffler, *La tercera ola*, Plaza & Janés, 1980, pág. 21.

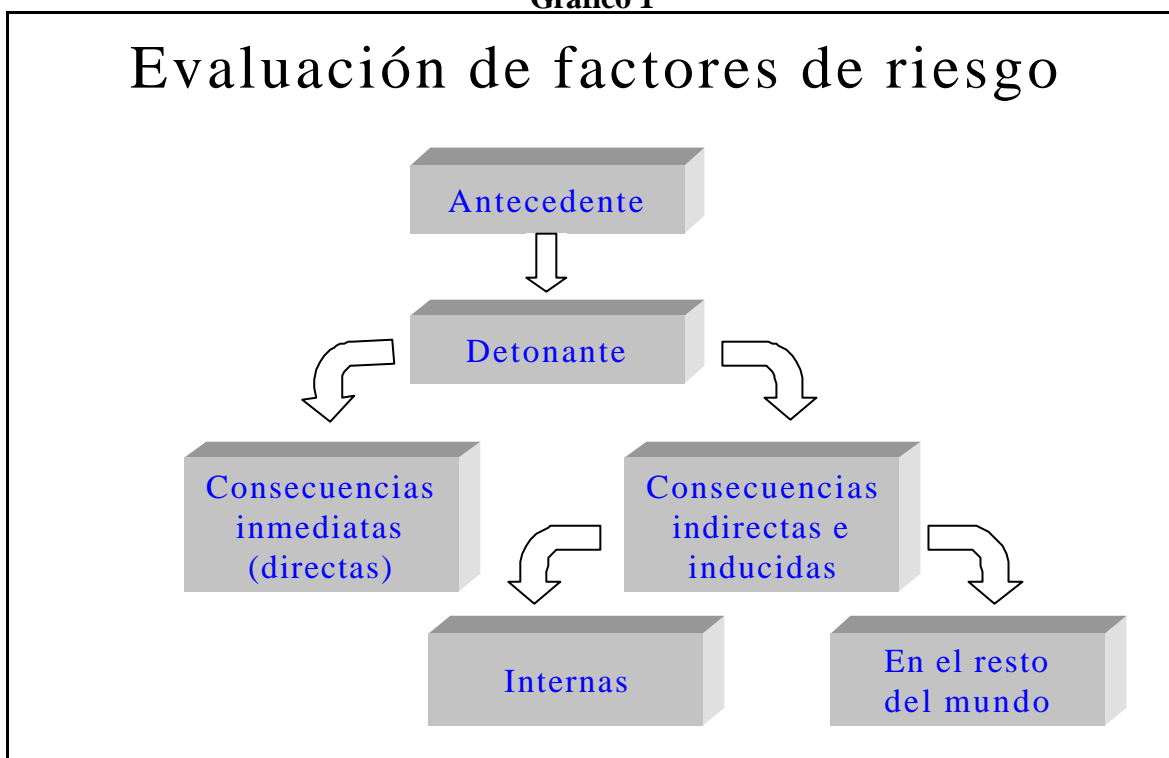
<sup>3</sup> A. Pulido, *El big bang económico y En el umbral del siglo XXI. Nuevos mercados, nuevas ideas*, Pirámide, 1997.

<sup>4</sup> El próximo lunes 19 de octubre se cumplirán 11 años de aquel lunes negro de 1987 en que cayó bruscamente la bolsa de Nueva York y repercutió sucesivamente en diferentes mercados bursátiles del mundo entero. Sin

Recapitulando las ideas anteriores, me atrevería a hacer el siguiente diagnóstico de la potencial “crisis” que se desencadena a partir de mayo de 1997 en el sudeste asiático y se traslada progresivamente a otras partes del mundo:

1. Hay que distinguir claramente entre *antecedente* y *detonante*, tanto en la crisis inicial como en sus consecuencias en cadena. El detonante de la crisis del sudeste asiático fue la decisión del Banco Central de Tailandia (mayo del 97) de recortar los tipos de interés, con la consecuencia inmediata de la depreciación del *baht* tailandés en cerca del 35% respecto al dólar (de enero a octubre de ese año) y un *efecto dominó* sobre otras monedas de la zona. Pero ese detonante anecdótico podría haber sido sustituido por cualquier otro; lo realmente importante era la *vulnerabilidad* del sistema financiero de aquellos países con un alto endeudamiento exterior a largo plazo y un sistema bancario inestable con amplia previsión de créditos fallidos ante cualquier perturbación de cierta importancia.

Gráfico 1



2. La crisis inicial tiene unas consecuencias inmediatas (directas) en los propios países afectados en cuanto a devaluación de sus monedas y salidas de capitales internacionales. Pero sus efectos se amplían con la menor *capacidad de compra* de esos mercados asiáticos que habían sido importadores muy dinámicos de bienes y servicios. Paralelamente se potencia su capacidad exportadora, pero la experiencia de crisis anteriores (como la que afectó a algunos países latinoamericanos en los 80), muestra que los efectos se reflejan antes en reducción de

embargo, las consecuencias posteriores fueron mucho menos negativas de lo anunciado por múltiples centros de análisis públicos y privados. El anuncio de la crisis puso en marcha políticas económicas compensatorias.

importaciones que en incremento de exportaciones, por lo que existe una probable reducción del ritmo de crecimiento, que realimenta el proceso.

3. Las consecuencias iniciales sobre otros países se refieren, principalmente, a: 1) *Nerviosismo* de los inversores financieros y reestructuración de la cartera y 2) *Disminución de su demanda de exportación*.
4. Sin embargo, ambos procesos iniciados (en mercados financieros y de productos exportados) pueden calificarse de potencialmente autocatalíticos, en el sentido de que se autoalimentan en determinadas condiciones. Los riesgos percibidos por los inversores de otros países en el sudeste asiático, se *contagian* a otros países emergentes de Latinoamérica o de Europa del Este. La caída de la demanda de exportaciones tiende a producir una reducción de precios que suele ser más acusada en materias primas que en productos manufacturados. Todo ello afecta nuevamente a países en desarrollo cuyo crecimiento depende mucho de alguna materia prima clave (petróleo, cobre, etc.).
5. Los nerviosismos de los inversores financieros se *amplifican en condiciones de inestabilidad política* o incapacidad para abordar los problemas inmediatos de la crisis (como en Rusia o Japón).
6. Esos mismos nerviosismos exacerbados encuentran su caldo de cultivo (antecedente) en la *fuerte elevación* de la cotización en las bolsas mundiales. El índice MSCI para el conjunto de mercados desarrollados señalaba un incremento de precios de las acciones del 58% entre diciembre de 1994 y octubre de 1997 (antes de las primeras caídas) frente a una variación en el mismo período del 12% en precios al consumo. En aquellas fechas en España la bolsa había llegado al 109% por encima de su nivel a finales de 1994. El primer aviso (detonante) fue la declaración de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de EEUU, del 8 de octubre de 1997 en que habla de “exuberancia irracional” y avisa de las irreales subidas de la bolsa. En ese mes de octubre del pasado año, los detonantes se encadenan: Subida de tipos en Alemania y otros cinco países europeos, caída de las bolsas asiáticas (el “monzón monetario”), caída de Wall Street y efecto en cadena sobre las bolsas europeas.
7. Las expectativas más difundidas (predicciones) existentes hacia octubre de 1997 eran de efectos muy reducidos de la crisis asiática: del orden de un punto de menor crecimiento en Japón, menos de medio punto en América y sólo unas décimas en Europa. Las bolsas mundiales captan el mensaje y el reflujo de capitales de los países emergentes ayuda a una nueva escalada entre mediados de noviembre de 1997 y principios de abril de 1998. La “exuberancia” bursátil aumenta y con ello el riesgo potencial (antecedente) de una crisis financiera. Después ya los detonantes pueden ser unos u otros: mayor incidencia de la crisis en Japón, contagio a Latinoamérica o Rusia, escándalos sexuales de Clinton,... Como decía Lester Thurow en un artículo publicado en la prensa mundial en los principios de la crisis bursátil, “como gacelas asustadas, corriendo frenéticamente por miedo al león, incluso sin tener idea de qué y dónde está el peligro... aunque sólo sea el viento que agita la hierba”. Es la variante de efectos negativos agregados de aquel consejo positivo de dinámica empresarial que extraía López de Arriortúa de la sabiduría de algún pueblo africano: “Si eres gacela

procura correr más que el más veloz de los leones. Si eres león procura correr más que la más lenta de las gacelas. Pero seas león o gacela, que la salida del sol te pille ya corriendo”.

8. Los efectos de la crisis se van extendiendo por la economía mundial (financiera y real) entrecrocando con otros efectos y afectando en forma muy distinta según la velocidad de crecimiento previa de cada país y su solidez en cuanto a desequilibrios económicos básicos. A la mayor parte de Europa ( y en particular a nuestro país) le llegan estos efectos de la crisis, con una tasa relativamente elevada de crecimiento, equilibrio en precios, reducción del déficit público, tipos de interés reducidos, un proyecto de moneda única fuerte, etc. El resultado final no sólo es difícil de conocer, sino que además depende de la actuación más o menos coordinada de los principales países y áreas económicas mundiales.

Cuadro 1

<b>Una visión global del crecimiento</b> <b>(% de variación del PIB real)</b>					
	<b>Peso*</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
EEUU	25%	3,4	3,9	3,4	2,0
Japón	9%	3,9	0,8	-2,2	-0,8
UE (de la cual)	24%	1,8	2,6	2,7	2,1
UE-11	19%	1,6	2,5	2,8	2,4
R.U.	4%	2,5	3,1	2,3	0,3
Suiza	1%	0,0	1,7	2,2	1,4
Asia** (de la cual)	26%	7,2	6,0	-0,3	1,1
China	12%	9,7	8,8	6,0	5,0
Corea	2%	7,2	5,5	-8,0	-3,9
Latinoamérica (de la cual)	8%	3,5	4,6	2,6	1,1
Brasil	3%	2,9	3,5	0,7	-1,0
México	2%	5,4	5,4	4,6	2,5
Economías en transición***	7%	1,4	2,9	1,0	0,5
Rusia	2%	-3,6	0,8	-3,0	-4,0
Mundo	100%	3,9	3,9	1,5	1,4
* basado en paridades del poder de compra, ** incluye Australia y Nueva Zelanda, *** incluye Israel y Sudáfrica.					
Fuente: Warburg y Dillon Read, <i>Global Economic Perspectives</i> , 24 sept. 1998.					

Cuadro 2

Resumen de la clasificación de 69 países del mundo según su ritmo de crecimiento en 1998						
	Excepcionalm. elevado	Elevado	Medio	Reducido	Excepcionalm. reducido	Total
Ec. de mercado desarrolladas	7 (4)	9 (10)	3 (5)	1 (2)	2 (1)	22
Economías en transición	3 (3)	1 (1)	- (1)	- (1)	4 (2)	8
Latinoamérica	4 (8)	3 (3)	-	-	5 (1)	12
Sudeste asiático	4 (7)	-	-	-	7 (4)	11
Asia Occidental	2 (2)	1 (1)	2 (2)	-	-	5
Africa	5 (5)	4 (4)	2 (2)	-	-	11
<b>Total</b>	<b>25 (29)</b>	<b>18 (19)</b>	<b>7 (10)</b>	<b>1 (3)</b>	<b>18 (8)</b>	<b>69</b>
Porcentaje	36% (42%)	26% (28%)	10% (14%)	2% (4%)	26% (12%)	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de cuadro 3 de detalle. Datos del Proyecto Link referidos a estimaciones para 1998 realizadas en septiembre. Entre paréntesis datos referidos al pasado mes de marzo.

Cuadro 3

Clasificación de 69 países del mundo según su ritmo de crecimiento (% variación estimada del PIB real en 1998 y predicciones 1999-2001)					
	Excepcionalm. Elevado (>3,5%)	Elevado (2,5 a 3,5%)	Medio (2,0 a 2,5%)	Reducido (1,5 a 2,0%)	Excepcionalm. Reducido (<1,5%)
Economías de mercado desarrolladas	Finlandia =	Canadá =	Italia ↗	Suiza =	Japón =
	Holanda ↘	Francia =	Reino Unido =		Israel ↗
	Noruega ↘	Alemania ↗↘	Dinamarca =		
	Irlanda =	Austria =			
	Bélgica ↘	EEUU ↘			
	Portugal =	Suecia =			
	España =	Australia ↗↘			
		Grecia ↗			
	N. Zelanda =				
Economías en transición	Hungría =	Bulgaria ↗			Rusia ↗
	Polonia =				Ucrania =↗
	Eslovaquia =				Rep. Checa ↗
				Rumania ↗	
Latinoamérica	Argentina =	Ecuador ↗			Brasil ↗
	Chile =	Colombia ↗			Paraguay ↗
	México =	Uruguay ↗			Caribe ↗
	Perú =				Venezuela ↘↗
				Bolivia ↗	

Sudeste asiático	China =				Indonesia ↗
	Taiwan =				Hong-Kong ↗
	India =				Corea ↗
	Pakistán =				Malasia ↗
					Tailandia ↗
					Filipinas ↗
					Singapur ↗
Asia Occidental	Irak =	Arabia Saudí =	Irán ↗		
	Turquía =		Kuwait ↗		
Africa	Argelia =	Gabón ↗	Libia =		
	Marruecos =	Kenya ↗	Sudáfrica ↗		
	Etiopía =	Sudán ↗			
	Túnez =	Nigeria =			
	Egipto =				
Nº países 69	25	18	7	1	18
Fuente: <i>Project Link World Outlook</i> , septiembre 1998 y elaboración propia. La clasificación está hecha basándose en la estimación de crecimiento del PIB real en moneda local durante 1998. Los símbolos a continuación de cada país indican si hay cambio de clasificación en 1999-2001: = (mantenimiento en grupo, aunque pueda cambiar el ritmo), ↗ (pasa a grupo de mayor crecimiento), ↘ (pasa a menor crecimiento).					

#### Cuadro 4

#### Algunos “detonantes” seleccionados en la escalada de la crisis

<u>1997</u>	
Mayo	El Banco Central de Tailandia recorta los tipos de interés
Julio	La crisis se extiende por el sudeste asiático. Devaluación del baht tailandés, la rupia indonesia y el ringit malayo
Octubre	Se inicia la crisis bursátil en los países asiáticos y en las economías occidentales. Alan Greenspan avisa de subidas irreales en la bolsa de EEUU. Alemania y otros cinco países europeos suben los tipos de interés. Se inicia una caída en Wall Street y, en cadena, en las bolsas europeas.
Noviembre	La crisis se extiende a Japón. Bancarrota del banco nº 21 por sus activos y de la cuarta agencia de valores del país.
Diciembre	Otra crisis se inicia en Rusia. La recaudación fiscal del año apenas supera el 50% de lo presupuestado y el Banco Mundial concede un primer respiro con un crédito de 1.600 millones de dólares
<u>1998</u>	
Febrero	Standard & Poor's estima una pérdida de la banca europea en Asia de 20.000 millones de dólares y un riesgo de unos 110.000 millones.
Agosto	La crisis se extiende a Latinoamérica. Rumor de devaluación del bolívar venezolano en un 15-20%. Contagio a Brasil donde se eleva al 50% el tipo de interés interbancario tratando de evitar la fuga de capitales. Profundiza la crisis en Rusia. Devaluación del rublo en un 34% frente al dólar. Anulación de las operaciones con divisas.
Septiembre	La crisis parece extenderse al África del Este. Suspenden pagos bancos de Kenia y una pequeña institución crediticia de Uganda. La prensa internacional señala cuatro focos de tensión para una crisis global en los mercados financieros: 1) dificultades en la aplicación del plan japonés de apoyo a la banca; 2) condiciones del FMI para conceder ayuda a Rusia; 3) amenaza de devaluación del real brasileño; y 4) apuros de Clinton con el caso Lewinsky.
Octubre	Intervención del Banco de la Reserva Federal de Nueva York en el rescate de uno de los mayores fondos de cobertura ( <i>hedge funds</i> ) de EEUU, el <i>Long Term Capital Management</i> , con posiciones abiertas superiores a los 200.000 millones de dólares.

## Revisión de opiniones

Las opiniones de políticos, empresarios y técnicos sobre el impacto de la crisis han ido cambiando durante los últimos 12 meses. A efectos de tomar el pulso a esa evolución de expectativas, hemos acudido a una muestra de comentarios aparecidos en la prensa e informes tanto nacionales como internacionales desde octubre de 1997, ordenados por fechas y con una asignación de nuestra propia cosecha según se inclinen por un efecto mínimo (m), o importante (M) de la crisis sobre el país o área que se indica.

De acuerdo con esa interpretación, el medio centenar de opiniones analizadas se divide bastante por igual entre las que asignan a la crisis un efecto modesto y aquellas que apuestan por una mayor entidad, con muy diversos matices.

Sin embargo, parece claro que existe un desplazamiento progresivo en el tiempo hacia posiciones más pesimistas. A finales de 1997, dos de cada tres expertos apostaban por un impacto reducido. Ahora hemos llegado a una proporción contraria: prácticamente dos expertos de cada tres creen posible que la crisis tenga consecuencias relativamente importantes, aunque en la mayoría de los casos sin considerar que ello pueda suponer que Europa caiga en una fase de fuerte y rápida desaceleración.

Como puede observarse, nuestra posición personal ha sido la de conceder una trascendencia considerable a la crisis. Hace un año avisábamos de los riesgos. En junio pasado no descartábamos la profunda caída de la bolsa que pocos meses después se iba a desencadenar y nos reafirmábamos en las incertidumbres y riesgos de la economía europea (y española), a pesar del optimismo generalizado.

Cuadro 5

<b>Asignación de opiniones de expertos sobre impacto de la crisis</b>						
<b>Opiniones por fechas</b>	<b>Global</b>		<b>Países desarrollados</b>		<b>Total</b>	
	<b>m</b>	<b>M</b>	<b>m</b>	<b>M</b>	<b>m</b>	<b>M</b>
Octubre-Diciembre 97	5	1	1	2	6	3
Enero-Marzo 98	3	2	2	2	5	4
Abril-Junio 98	1	1	2	2	3	3
Julio-Septiembre 98	1	15	7	3	8	18
<b>TOTAL</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>28</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de opiniones recogidas y nuestra asignación a un efecto mínimo (m) o importante (M)  
 Como pura regla nemotécnica podríamos identificar:  
 97.IV = Crisis asiática y primera mini-crisis bursátil.  
 98.I = Alza generalizada de bolsas en EEUU y Europa.  
 98.II = Aumento de la volatilidad bursátil.  
 98.III = Amplificación de la crisis a Latinoamérica y Rusia. Caída generalizada de las bolsas.

<b>Evolución de las opiniones de expertos sobre impacto de la crisis (tantos por ciento)</b>		
	<b>Impacto reducido</b>	<b>Impacto acusado</b>
Octubre-Diciembre 97	67%	33%
Enero-Marzo 98	56%	44%
Abril-Junio 98	50%	50%
Julio-Septiembre 98	31%	69%

**Una muestra de comentarios sobre la crisis iniciada en el sudeste asiático**

## I-Durante el cuarto trimestre de 1997 (Crisis asiática y mini-crisis bursátil)

1. J.P. Morgan, *World Financial Markets*, 4º trimestre 1997  
“El crecimiento económico en Asia ha sido más débil de lo que se esperaba... Sin embargo, la expansión global parece más robusta. No sólo el crecimiento global medio se ha fortalecido en el tiempo, sino que las condiciones financieras globales se han hecho más estimulantes” (Global, m).
2. SBC Warburg Dillon, *The Global Macroeconomic Adviser*, 4º trimestre 1997  
“Las perspectivas globales permanecen favorables con la excepción de áreas aisladas como las economías ASEAN... Esperamos una aceleración del crecimiento económico mundial por encima del 4%, este año y el año próximo” (Global, m).
3. Goldman Sachs, *The International Economic Analyst*, 4º trimestre 1997  
“El impacto sobre la economía mundial es bastante pequeño, dado que no estamos considerando una fuerte recesión en Asia como conjunto” (Global, m).
4. *The Economist*, 18/10/97  
“No conocemos la importancia y el final del descenso. Al menos va a conducir -en los cuatro países asiáticos inicialmente afectados- a un período de austeridad fiscal, mayor desempleo y menos crecimiento. Es también probable que implique algunas quiebras de personas, que han invertido su dinero imprudentemente” (Asia, m).
5. Guillermo de la Dehesa, *Los posibles efectos reales de la crisis financiera actual*, El País 29/11/97  
“El impacto real es, de momento, manejable, pero para evitar que vaya a más necesitaba de una mayor coordinación... Los efectos reales más importantes están aún por llegar y son los que se refieren al impacto sobre el comercio y la inversión mundiales y, a través de estos, sobre el crecimiento de las economías” (Global, M)
6. AEB, *Informe económico financiero*, noviembre 1997  
“El reciente desplome de las bolsas encuentra su origen en la comprometida situación del sudeste asiático y la creciente conexión de los mercados. Aunque no pueden descartarse nuevos sobresaltos, la sólida situación de las principales economías occidentales ha permitido acotar sus efectos dentro de unos límites soportables y no debería alterar el buen momento y las favorables perspectivas que se esperan” (P. desarrollados, m)
7. Arthur Andersen, *Los efectos del euro en los sectores productivos españoles*, 1997  
“Cabe esperar que los mercados financieros mantengan un tono de relativa calma. Con eso se quiere significar, simplemente, que no habrá episodios de crisis tan negativos como los registrados en los mercados de renta variable en 1987, en los mercados de divisas en 1992, en los mercados de deuda en 1994 y en los mercados emergentes en 1995” (Global, m)
8. Antonio Pulido, *Ciclos, riesgos y sincronías*. Ceprede - Perspectivas Económicas y Empresariales, noviembre 1997  
“Las predicciones económicas siguen apuntando hacia el mantenimiento de una fase expansiva que puede durar aún varios años. Sin embargo, es preciso valorar las posibles consecuencias de la inestabilidad de los países del sudeste asiático, las recientes turbulencias bursátiles y los riesgos aún latentes de la operación euro... Por el momento, los acontecimientos han empezado por poner en duda que la crisis bursátil de 1987 no sea repetible en mayor o menor grado”. (Europa, M)
9. ABN-AMRO, *International Bond Research*, diciembre 1997  
“Las economías asiáticas necesitan reestructurarse. Durante este proceso será imposible generar mucho crecimiento interior, lo cual puede hacer la situación política y social inflamable... Para la economía global el efecto puede ser deflacionario y el crecimiento en las naciones industrializadas puede verse afectado a medio plazo” (P. desarrollados, M)

II - Durante el 1<sup>er</sup> trimestre de 1998 (Alza generalizada de bolsas en EEUU y Europa)

10. Georges Soros, *Por una nueva regulación mundial*, enero 1998  
“Resulta imposible predecir hasta dónde puede llegar. Lo que había empezado como un pequeño desequilibrio se ha convertido en uno mucho mayor que amenaza con afectar no sólo el crédito sino también el comercio internacional. Nos encontramos al borde de una deflación mundial” (Global, M).
11. Paul Krugman. Declaraciones Instituto de Empresa, enero 1998  
“La crisis asiática es fundamentalmente financiera. Imponer austeridad presupuestaria añadiría más contracción a la situación... No parece que la crisis llegue a Latinoamérica porque sus economías son menos vulnerables que las de Asia... Creo que la situación puede estabilizarse en los próximos meses, hacia fin de año” (Global, m)
12. Antonio Argandoña, *La crisis asiática y la reforma del sistema monetario*, Fundación Diálogos, febrero 1998  
“La Unión Monetaria Europea constituye un antídoto contra las crisis como la del sureste asiático” (Europa, m)
13. Robert Fleming Securities, Ltd., Declaraciones en *The Wall Street Journal Europe*, 5/3/98  
“En el corto plazo, la crisis asiática ha sido descontada por los mercados europeos. Pero en el largo plazo habrá devaluación (de los precios de las acciones). Durante el período de recuperación de Asia es cuando Europa sufrirá más”. (Europa, M)
14. *The Economist*, *A survey of East Asian economies*, marzo 1998  
“México tuvo sólo un año de recesión antes de que el crecimiento se reestableciese con toda potencia. Las achacosas economías asiáticas pueden no ser tan felices”. (Asia, M)
15. Banco Interamericano de Desarrollo, *Informe anual*, marzo 1998  
“Todo indica que, a no ser que la crisis tenga efectos mayores que los pronosticados, la turbulencia financiera afectará relativamente poco a las perspectivas económicas de la mayor parte de los países de Latinoamérica para 1998 y los años venideros” (Latinoamérica, m)
16. Goldman Sachs, *The International Economics Analyst*, febrero/marzo 1998  
“La crisis asiática está empezando a estabilizarse aunque su impacto total no se ha sentido plenamente. Todavía pensamos que no habrá un contagio serio a China o India, de forma que las desaceleraciones en el crecimiento del conjunto de países no Asia-Japón, permanecerán limitadas” (Global, m)
17. SBC Warburg Dillon, *The Global Macroeconomic Adviser*, marzo 1998  
“La evidencia de un fuerte crecimiento continuado en EEUU y la mayor parte de Europa, ha confirmado nuestra visión de que la crisis asiática no precipitará una recesión en la OCDE” (P. desarrollados, m)
18. Rhine-Westphalia Institute for Economic Research, *Project Link Meeting*, marzo 1998  
“Aunque el impacto directo de la crisis asiática se considera reducido, el efecto dominó puede entrar en juego, en particular en el caso de las economías emergentes de Europa del Este. Por otra parte, pueden verse riesgos crecientes en el mercado bursátil de EEUU, cuya caída tendría gran repercusión sobre las economías europeas” (P. desarrollados, M)

III- Durante el 2º trimestre de 1998 (Aumento de la volatilidad bursátil)

19. Paul Rayment, Economic Commission for Europe, N.U. Declaraciones al Wall Street Journal 22/4/98  
“Si no hay cambios en la política (para permitir unas exportaciones asiáticas incrementadas), aumentan los riesgos de una recesión global” (Global, M)
20. Salomon Brothers, *European Market Outlook*, abril 1998  
“Es posible el derrumbe de las bolsas europeas que podría reducir en un 40-50% los índices de las principales bolsas europeas y en un 30% la de Londres antes de encontrar un soporte firme” (Europa, M)
21. Comisión Europea, *Economic Europeene*, abril 1998  
“El crecimiento económico no estará seriamente afectado por el entorno exterior en 1998-99... Un número de factores compensatorios entre los que están la bajada de tipos de interés y de la inflación, y una demanda interna más fuerte de lo que se esperaba, equilibran parcialmente el impacto de los acontecimientos ocurridos en Asia” (Europa, m)
22. AEB, *Informe Económico-Financiero*, mayo 1998  
“La crisis del sudeste asiático, cuyos aspectos más preocupantes es posible que hayan sido superados, continuará ejerciendo un efecto depresivo durante un cierto período de tiempo y nada excluye el que provoque nuevas tensiones. La principal preocupación se centra en los riesgos de una recesión en Japón. A pesar de ello, fuera de la zona las perspectivas son favorables, al proyectarse un crecimiento sostenido y no inflacionista” (Global, m)
23. Merrill Lynch, *European Monitor*, mayo 1998  
“Esperamos una UME que disfrute de un cómodo inicio en 1999, con alto crecimiento, desempleo en disminución y un modesto declive en los niveles de endeudamiento... Eurolandia puede olvidar la urgencia de las reformas estructurales y fiscales en este período de luna de miel y entonces el daño estará hecho para acabar con el «boom»” (Europa, m)
24. Antonio Pulido, *Factores de futuro*, Ceprede - Perspectivas Económicas y Empresariales, junio 1998  
“La opinión ampliamente mayoritaria de los expertos es que continuará la fase de expansión, moderada pero firme, de la economía europea en su conjunto, aunque estén presentes algunos riesgos que pueden debilitar el crecimiento a partir de 1999... Al menos hay que considerar una corrección técnica de las ganancias de la bolsa, sin descartar una caída más profunda... En un momento en que la economía mundial, europea y española van razonablemente bien y las expectativas de futuro son unánimemente favorables, resulta una tarea poco agradable insistir en los aspectos negativos, en las incertidumbres y riesgos de una evolución menos favorable” (Europa, M)

IV- Durante el 3<sup>er</sup> trimestre de 1998 (Ampliación de la crisis a Latinoamérica y Rusia. Caída generalizada de las bolsas)

25. Goldman Sachs, *The European Economic Analyst*, julio/agosto 1998  
“Los acontecimientos en Asia y más recientemente en Rusia han reavivado los temores a un choque negativo sobre la economía europea...El efecto neto de la tormenta de mercados emergentes ha sido muy benigno y hay una alta probabilidad de que la suerte de Eurolandia se mantenga” (Europa, m)
26. Cristobal Montoro, Declaraciones en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, 25/8/98  
“Hay crisis financiera para largo. Nadie puede esperar que una crisis como la que tenemos por delante se vaya a resolver en meses... Hay que colocarse en las zonas refugio, como la del euro, para padecer la crisis lo menos posible e incluso para sacar ventajas de esas crisis... Estamos en una fase de recuperación y crecimiento económico que va a ser duradera” (Europa, m)
27. The Economist, *As bad as it gets?*, 29/8/98  
“El mundo parece un avión que ha perdido dos de sus cuatro motores, con un tercero ahora empezando a fallar... Si las economías de América y Europa flaquean también, la economía mundial sufriría su peor retroceso en tiempos de paz desde la depresión de los años 30” (Global, M)
28. Paul Krugman, Declaraciones a El País, 6/9/98  
“Se trata de la burbuja. Si la economía está muy conectada a la Bolsa y la burbuja estalla, todo el andamiaje se viene abajo... Nadie puede decir en cuanto, pero la demanda se reducirá” (Global, M)
29. Franz Fischler, Informe confidencial del Comisario de Agricultura de la UE, septiembre 1998  
“La crisis... tendrá graves consecuencias para el equilibrio de varios de los mercados agrícolas comunitarios” (Europa, M)
30. Win Duisenberg, Presidente de BCE en declaraciones tras el Consejo de Gobernadores de Bancos Centrales, 11/9/98  
“No hay ninguna duda de que la crisis de los mercados emergentes tendrá un efecto desacelerador sobre la economía mundial... La zona euro sufrirá sólo efectos moderados” (Europa, m)
31. Jeffrey Sachs, Harvard Institute for International Development, *On the edge*, The Economist 12/9/98  
“El colapso de los mercados emergentes y sus efectos inducidos sobre las economías avanzadas puede no ser el fin de la globalización. Pero ciertamente es el fin de una era” (Global, M)
32. Alan Greenspan, Intervención del Presidente de la Reserva Federal en el Congreso de EEUU 16/9/98  
“Pese a la hasta ahora muy sólida economía estadounidense, hay unas primeras señales de erosión en sus fronteras... Las fuerzas deflacionistas siguen surgiendo en todo el mundo” (Global, M)
33. Bill Clinton, Discurso 18/9/98  
“El mundo se enfrenta a su mayor reto financiero en 50 años” (Global, M)
34. Hans Tietmeyer, Discurso en Lucerna del Presidente del Bundesbank, 19/9/98  
“No hay razones para el catastrofismo económico y no existen signos que permitan aventurar una recesión ni una deflación global, pese a la crisis financiera internacional... Entorno internacional muy difícil... Hay riesgo de contagio de la crisis” (Global, M)
35. The Economist, 19/9/98  
“Es raro encontrar optimistas estos días... Incluso si el pánico remite, las economías emergentes se enfrentan a un menor crecimiento y sus empresas a menores ingresos... Lo más probable es una lenta recuperación” (Economías emergentes, M)

36. Sheila Page, Overseas Development Institute/*Proyecto Link*, septiembre 1998  
“ Hay una crisis de la economía real, aunque algunos de sus síntomas más dramáticos sean financieros, y sus efectos tienen mecanismos de transmisión tanto reales como financieros” (Global, M)
37. Renaud Meary, Ministerio de Economía de Francia, *Project Link Fall Meeting*, septiembre 1998  
““La primera incertidumbre se refiere a los desarrollos de las crisis asiáticas y rusa. Hemos supuesto que la crisis permanecerá bajo control (no se propagará a otros países emergentes, ni afectará a la devaluación del yuan chino o impedirá la recuperación de la demanda interior japonesa). No puede descartarse un escenario más negro, incorporando una propagación de la crisis y una fuerte corrección de los mercados financieros” (Global, M)
38. La Caixa, *Colapso financiero en Rusia*, Informe mensual, septiembre 1998  
““En lo que se refiere a la Unión Europea, en general se estima que el impacto de la crisis asiática en la balanza de pagos va a ser mucho menor que en Estados Unidos. La crisis, en todo caso, ha supuesto una caída de las exportaciones que en gran parte se está compensando por un mayor crecimiento de la demanda interna, favorecida por un contexto de bajos tipos de interés en ausencia de tensiones inflacionistas” (Europa, m)
39. The Wall Street Journal Europe, *Global Crisis Affects Euro-Zone*, 21/9/98  
“Pueden ya estar apareciendo signos de una caída de la demanda interna. En el lado de la inversión, las empresas en sectores cíclicos están retrasando sus proyectos de inversión en respuesta a una demanda exterior flaqueante y a precios a la baja” (Europa, M)
40. Robert Solow, Entrevista en Negocios, 22/9/98  
“El impacto sobre la renta y el empleo ha sido, de momento, reducido, Es pronto para saber el alcance real y si será una crisis generalizada” (Global, m)
41. José Barea, Declaraciones a La Gaceta, 25/9/98  
“La crisis ya es mundial. Empezó en el sudeste asiático, saltó a Japón y la crisis bursátil y bancaria arrastraron a las demás economías... De hecho todos los países están revisando a la baja sus previsiones de crecimiento y de gasto” (Global, M)
42. Carmen Alcaide, ICO, Encuesta Dinero, 28/9/98  
“Para que se produjera una recesión importante, primero en Estados Unidos, luego en Europa, tendría que continuar y profundizar mucho tiempo la caída. Lo que si van a persistir son los problemas en Asia y Japón” (P. Desarrollados, m)
43. Fernando Fernández, BCH, Encuesta Dinero, 28/9/98  
“Si bien es cierto que el ritmo de crecimiento mundial puede desacelerarse en los últimos meses, el ciclo expansivo continuará tanto en EEUU como en Eurolandia... Hablar de la posibilidad de una recesión es muy prematuro” (P. Desarrollados, m)
44. Yolanda Fernández, Analistas, Encuesta Dinero, 28/9/98  
“Todavía no se puede hablar de que haya un final del ciclo a nivel general. Desde luego en España y en Europa no. A lo sumo hablaríamos de un bache recesivo, pero de menor importancia e intensidad del que ya sufrimos en toda la zona euro en el año 1996 (Europa, m)
45. ING Barings, *Global Investment Strategy*, 3<sup>er</sup> trimestre 1998  
“La economía mundial crecerá sólo un 2,7% este año, 1,3% por debajo de la tasa de crecimiento del último año. La mayor parte de la desaceleración refleja el impacto de las perturbaciones en el sudeste asiático” (Global, M)

46. Merrill Lynch, *Currency & Bond Market Trends*, 17/9/98  
 “Una reducción más acusada de los préstamos de la banca internacional, aumenta el riesgo de que un mayor enrarecimiento del crédito global pueda agravar la actual desaceleración económica global... Incluso antes de este último episodio en la crisis financiera que nos envuelve, los indicadores adelantados de actividad económica global estaban ya iniciando su caída” (Global, M)
47. Warburg Dillon, *Global Economic Perspectives*, 24/9/98  
 “En el corazón de la enfermedad económica mundial está la insolvencia y el exceso de capacidad/oferta, no la iliquidez. El riesgo sistemático existe ya, incluso aunque no sea obvio ni inmediatamente visible. Una bajada de tipos de interés podría tener un impacto positivo sobre el mercado y la liquidez, pero no es probable que afecte al ajuste a la baja de crecimiento y expectativas de beneficios” (Global, M)
48. Lehman Brothers, *Global Weekly Economic Monitor*, 18/9/98  
 “La perspectiva es de recesión, no de depresión. Nuestra valoración actual de las perspectivas de los países de la OCDE puede resumirse en:
- Reducción del crecimiento: probable
  - Reducción en amplia escala: posible
  - Pero depresión: probablemente no”
- (P. Desarrollados, M)
49. The Economist, 26/9/98  
 “¿Es la actual tormenta financiera el inicio de una caída de pesadilla? ¿O puede estar cerca el fondo, lo que convertiría la experiencia más en un pequeño magullamiento que en una amenaza vital?... Europa Occidental está creciendo, América todavía marcha bien. Mientras, aparecen números rojos en las cuentas. La mayoría de las grandes empresas que cotizan en bolsa son conscientes de que están siendo golpeadas desde hace unos meses pero, como en el *Titanic*, mientras la orquesta sigue tocando” (Global, M.)

## Revisión de predicciones

El pasar de opiniones a predicciones cuantitativas tiene la ventaja de poder matizar los optimismos o pesimismos, pero también el riesgo de perderse en los detalles de décimas de punto de crecimiento. Trataremos, por ello, de entresacar algunos rasgos significativos entre la mucha información dispersa y, a veces, incluso contradictoria, cuando no desfasada:

1.- Las predicciones para la economía mundial, en su conjunto, durante 1998 marcan una progresiva desaceleración. La tasa revisada de crecimiento del PIB mundial, del orden del 2%, está por debajo de la media histórica reciente y la desaceleración respecto a 1997 es sólo ligeramente más acusada que la que se produjo en 1990.

La progresiva desaceleración en las predicciones a escala mundial, que se corresponde con el sucesivo deterioro de las expectativas, puede apreciarse en muchos observadores, tanto públicos como privados. A mediados de septiembre el director del FMI, Michel Camdessus, informaba que se reducía la previsión mundial para 1998 al 2%, lejos de la previsión de abril (3,1%) y casi la mitad de la calculada hace un año, que suponía un ritmo similar al de 1997 (4%).

La revisión a la baja ha sido especialmente fuerte en los países asiáticos y Latinoamérica, aunque ya se extiende a Europa del Este y otros países no desarrollados. Para 1998 al menos, la

desaceleración ya se esperaba para Norteamérica (aunque el 1,6% de tasa interanual para el 2º trimestre es inferior a lo esperado) y las revisiones son muy limitadas en Europa, como posteriormente veremos con mayor detalle.

Como punto de referencia a nivel mundial, el 2% previsto de crecimiento puede compararse con el 2,8% de promedio durante los últimos 20 años, que llegó al 3,6% en las fases expansivas y se redujo hasta el 0,6% en lo más profundo (1991) de la pasada crisis. Eso sí, el vértigo de caída es mayor al partirse de tasas inmediatas del orden del 4%.

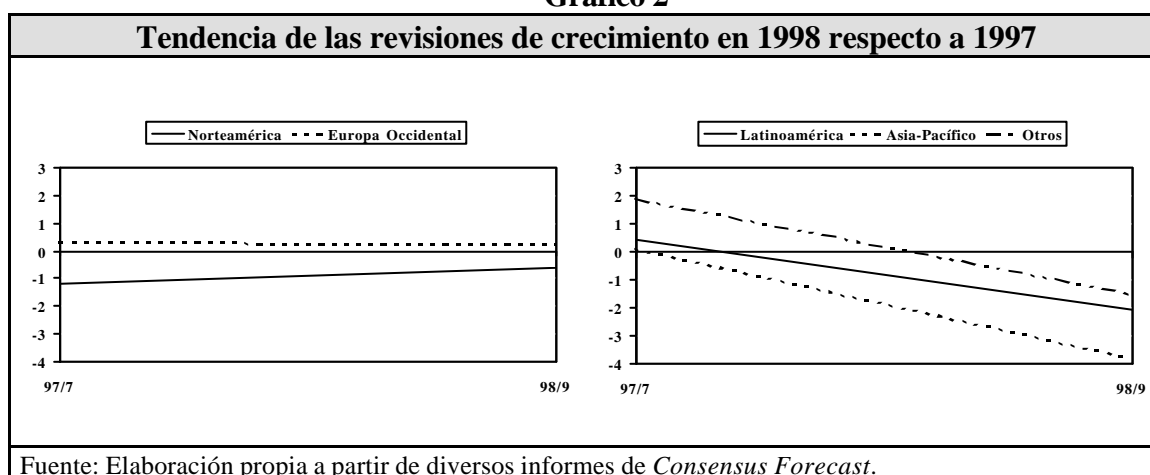
Cuadro 6

<b>Revisión de predicciones sobre aceleración(+) o desaceleración (-) del crecimiento por grandes zonas en 1998</b> (puntos de porcentaje de variación del PIB en 1998 menos variación en 1997)						
Zona	Fecha de la predicción					Tendencia revisiones
	Julio 97	Octubre 97	Enero 98	Abril 98	Septiembre 98	
Norteamérica <sup>1</sup>	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-0,6	Menor desaceleración
Europa Occidental <sup>2</sup>	+0,3	+0,3	+0,3	+0,2	+0,2	Aceleración suave
Asia-Pacífico <sup>3</sup>	+0,1	+0,1	-1,3	-1,9	-3,8*	Fuerte y progresiva desaceleración
Latinoamérica <sup>4</sup>	+0,4	+0,1	-1,8	-2,2	-2,1	Fuerte desaceleración
Europa del Este <sup>5</sup>	+1,9	+2,1	+3,5	+2,7	-2,1	Desaceleración reciente
Otros países <sup>6</sup>					-1,2	
Mundo	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	-1,3	Progresiva desaceleración

\* Recesión (variaciones negativas del PIB en 1998). <sup>1</sup> EEUU y Canadá. <sup>2</sup> UE-15 más Noruega y Suiza. <sup>3</sup> Japón y otros 13 países. <sup>4</sup> Catorce países de la zona. <sup>5</sup> Rusia y otros 18 países. <sup>6</sup> Egipto, Israel, Arabia Saudita y Sudáfrica.

Fuente: Elaboración propia a partir de diversos informes de *Consensus Forecast*

Gráfico 2



Cuadro 7

<b>Revisión de predicciones sobre aceleración(+) o desaceleración (-) del crecimiento por grandes zonas en 1999</b> (puntos de porcentaje de variación del PIB en 1999 menos variación en 1998)				
Zona	Fecha de la predicción			Tendencia revisiones
	Enero 98	Abril 98	Septiembre 98	

Norteamérica <sup>1</sup>	-0,3	-0,6	-1,2	Desaceleración progresiva
Europa Occidental <sup>2</sup>	-0,1	0,0	-0,4	Ligera desaceleración
Asia Pacífico <sup>3</sup>	+0,9	+1,4	+2,4	Recuperación
Latinoamérica <sup>4</sup>	..	+1,1	+0,5	Recuperación
Europa del Este <sup>5</sup>	+1,2	+1,3	+0,7	Recuperación
Otros países <sup>6</sup>			+1,7	
Mundo	..	+0,3	+0,2	Recuperación moderada

<sup>1</sup> EEUU y Canadá. <sup>2</sup> UE-15 más Noruega y Suiza. <sup>3</sup> Japón y otros 13 países. <sup>4</sup> Catorce países de la zona. <sup>5</sup> Rusia y otros 18 países. <sup>6</sup> Egipto, Israel, Arabia Saudita y Sudáfrica.

Fuente: Elaboración propia a partir de diversos informes de *Consensus Forecast*

2.- Las predicciones oficiales para el conjunto de la Unión Europea no recogen prácticamente ninguna desaceleración y estas son, en general, muy limitadas en los centros de predicción públicos y privados. La tasa de crecimiento para 1998, cercana al 3% para el conjunto EU-11 y EU-15, de cumplirse, sería la más elevada desde 1990 y estaría por encima de la media de los últimos 20 años.

Después de todo lo acaecido durante los últimos meses, los crecimientos previstos para el presente año prácticamente se mantienen en la mayor parte de los países europeos. De los 11 países europeos que habitualmente incluye *The Economist* en su *Poll of forecasters*, sólo cuatro han revisado a la baja su crecimiento para el presente año desde las perspectivas que se tenían hace 12 meses y sólo tres han reducido sus expectativas para 1999 sobre las que tenían hace 6 meses.

Cuadro 8

Clasificación de 11 países europeos según la dirección en que se han revisado sus predicciones de crecimiento					
Para 1998			Para 1999		
Al alza	Mantenidas	A la baja	Al alza	Mantenidas	A la baja
Austria	Francia	Reino Unido	Austria	Bélgica	Reino Unido
Bélgica	Italia	Dinamarca	Francia	Alemania	Dinamarca
Holanda	Suecia	Alemania	Holanda	Italia	Suiza
España		Suiza	España	Suecia	

Fuente: Elaboración propia a partir de *The Economist poll of forecasters* de septiembre 1998, marzo 1998 y septiembre 1997. Para 1998 se comparan las predicciones de ambos septiembrs. Para 1999, septiembre con marzo. Revisiones de sólo una décima de punto se ha considerado como predicción mantenida.

Si Europa en su conjunto consiguiese crecer en 1998 a ritmos del 2,8%-3%, como pronostica la Comisión Europea para EU-15 y EU-11 respectivamente, nos encontraríamos más de medio punto por encima de la media de los últimos 20 años y cercanos incluso al promedio de una fase expansiva. Además, las predicciones para 1999 aún no han sido revisadas a la baja, lo que supondría continuar en una fase ligeramente expansiva por encima de lo que pudiera considerarse como normal.

Cuadro 9

<b>Revisión de predicciones de crecimiento para un grupo seleccionado de países en 1 año</b> (puntos de porcentaje)						
	<b>Predicciones para 1998</b>			<b>Predicciones para 1999</b>		
	<b>En septiembre 1997</b>	<b>En septiembre 1998</b>	<b>Diferencia en 1 año</b>	<b>En abril 1998</b>	<b>En septiembre 1998</b>	<b>Diferencia En 5 meses</b>
EEUU	2,5	3,4	+0,9	2,2	2,1	-0,1
Japón	1,9	-1,8	-3,7	0,8	0,3	-0,5
Alemania	2,8	2,7	-0,1	2,7	2,4	-0,3
Francia	2,8	3,0	+0,2	2,7	2,5	-0,2
Italia	2,5	2,1	-0,4	2,7	2,4	-0,3
Reino Unido	2,5	2,2	-0,3	1,9	1,1	-0,8
España	3,4	3,8	+0,4	3,5	3,7	+0,2
Portugal	3,2	3,8	+0,6	3,1	3,2	+0,1

Fuente: Media de predicción de instituciones de los diferentes países según *Consensus Forecast* (de 25 instituciones para EEUU a 12 para España).

**Cuadro 10**

<b>Riesgo de la predicción de crecimiento por países</b> (Desviación típica de las predicciones de variación del PIB)		
	<b>1998</b>	<b>1999</b>
EEUU	0,1	0,4
Japón	0,8	0,9
Alemania	0,2	0,4
Francia	0,1	0,2
Italia	0,2	0,3
Reino Unido	0,1	0,4
España	0,1	0,2
<b>Media simple</b>	<b>0,23</b>	<b>0,4</b>

Fuente: Consensus Forecast, Sept. 1998.

**Cuadro 11**

<b>Crecimientos medios en la Triada y en el conjunto mundial durante los últimos 20 años</b> (% variación del PIB real)		
	<b>Media de todos los años</b>	<b>Media de las fases expansivas</b>
EEUU	2,5	3,4
Japón	3,8	4,6
UE	2,2	3,1
Mundo	2,8	3,6

Fuente: Elaboración propia a partir de *Estadísticas Retrospectivas* de la OCDE y GDPW para el mundo. Los datos corresponden al período 1976-96 y los períodos de expansión se han establecido como aquellos con crecimiento por encima de la media.

## Las apuestas para España

En el caso de nuestro país, las opiniones son prácticamente unánimes respecto a un crecimiento entre un 3,5 y un 4% en el año actual y sostenido o al menos nunca por debajo del 3%, para el próximo año.

Si se tiene en cuenta que el crecimiento medio de la economía española durante los últimos 20 años es del 2,2% y que en los períodos expansivos de los dos ciclos precedentes (1976-77 y 1985-91) se situó entre el 3 y el 4%, puede afirmarse que, si las expectativas se cumplen, continuará, al menos a corto plazo, la bonanza de la economía real que se inició en 1997.

Según la encuesta permanente del Instituto IFO, los expertos consultados (especialmente del mundo empresarial) son muy optimistas respecto a la situación actual, por encima de la media europea, pero sensiblemente más pesimistas respecto a la posible situación dentro de seis meses. La nota cualitativa baja (en seis meses) tres veces más rápido en España que para el conjunto de Europa Occidental.

Sin caer en discusiones sobre décimas de punto, parece que estamos entrando en una fase de lenta desaceleración que algunos pensamos que puede continuar durante los próximos trimestres. De no agravarse la crisis mundial por encima de lo que es opinión mayoritaria de los expertos, la economía española contaría con diversas fuerzas compensatorias, respecto a una posible caída cíclica, que podrían suavizarla sensiblemente.

En términos empresariales, parece que 1999 aún seguirá contando con un mercado dinámico para bienes de equipo y construcción, así como un elevado comercio internacional, pudiendo iniciarse una ligera desaceleración para las empresas de bienes de consumo, pero aún con crecimientos promedios de ventas del orden del 5% en pesetas corrientes. Pero ya se sabe, por experiencias anteriores, que los riesgos aumentan fuertemente en períodos de cambio, que las oscilaciones se multiplican en algunos sectores y que las caídas se adelantan en ciertos mercados y se retrasan en otros. En nuestra opinión no hay razón para un pesimismo paralizante, pero si debe intensificarse la prudencia a la hora de tomar posibles decisiones arriesgadas y la vigilancia en el pulso día a día del negocio.

**Cuadro 12**

<b>Intervalos de predicción del crecimiento para España en 1998 y 1999</b>			
<b>(Tasa de variación del PIB Baja/Media/Alta)</b>			
		<b>1998</b>	<b>1999</b>
Consensus Forecast	(98/9)	3,6/3,8/4,1	3,3/3,8/4,1
EIU	(98/9)	3,6/3,8/4,0	3,1/3,7/4,2
Delfos	(98/9)	3,6/3,8/4,0	3,3/3,7/4,0
Fuente: Elaboración propia a partir de los últimos informes disponibles de <i>Consensus Forecast</i> , <i>The Economist</i> y <i>Ceprede-Delfos</i> .			

**Cuadro 13**

<b>Opiniones sobre situación económica</b>					
<b>(nota de 1 a 9)</b>					
	<b>Europa Occidental</b>		<b>España</b>		
<b>Fecha de la encuesta</b>	<b>P</b>				
Actual		97/7	98/7	97/7	98/7
Comparada con hace 1 año		5,3	6,7	6,5	7,7
Dentro de 6 meses		7,0	7,4	9,0	8,0
		6,6	5,8	6,2	4,5

Fuente: IFO, *Economic Survey International*. Resultados de una encuesta a unos 150 expertos en Europa y 10 en España.

**Cuadro 14**

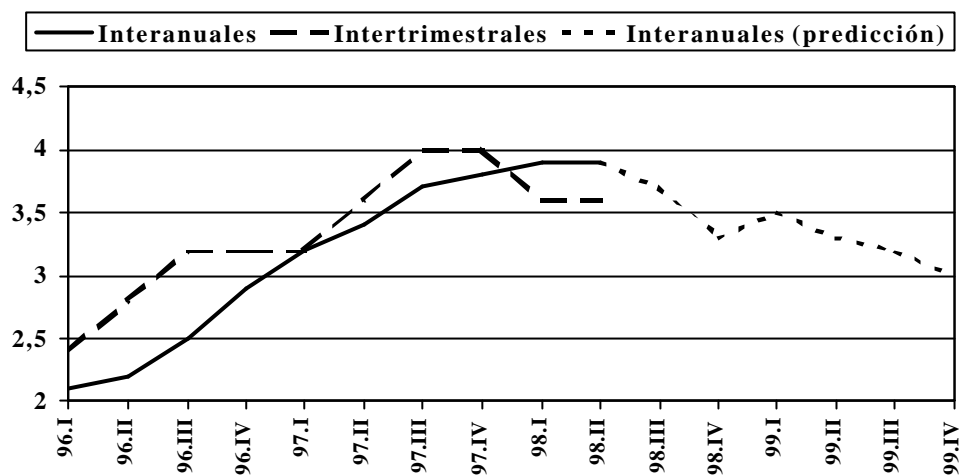
<b>Evolución trimestral del PIB, consumo e inversión en España 1996-1999</b>										
<b>(tasas de variación interanual real)</b>										
		<b>PIB</b>			<b>Consumo privado nacional</b>			<b>Formación bruta de capital fijo</b>		
1996	I	2,1			1,3			2,6		
	II	2,2			1,9			0,7		
	III	2,5			2,3			0,3		
	IV	2,9			2,4			1,6		
1997	I	3,2			2,6			3,0		
	II	3,4			2,9			3,9		
	III	3,7			3,4			5,8		
	IV	3,8			3,6			7,4		
1998	I	3,9			3,5			8,9		
	II	3,9			3,4			9,0		
1999	III	3,7	3,7	3,9	3,3	3,8	3,4	8,8	10,5	10,0
	IV	3,3	3,6	3,8	3,3	4,0	3,5	8,3	10,8	9,8
	I	3,5			3,3			7,4		
	II	3,3			3,3			7,5		
	III	3,2	3,5	3,4	3,2	3,7	3,2	7,1	9,4	6,8
	IV	3,0			3,1			6,8		
		Ceprede	BBV	La Caixa	Ceprede	BBV	La Caixa	Ceprede	BBV	La Caixa

Fuente: Ceprede, *Informe mensual de predicción*, septiembre 1998. BBV *Situación*, julio 1998. La Caixa, *Informe mensual*, septiembre 1998.

**Gráfico 3**

## Evolución trimestral del PIB 1996-99

(tasas de variación interanuales e intertrimestrales anualizadas)



Fuente: INE, *Contabilidad Trimestral* y Ceprede, *Informe Mensual de Predicción*, septiembre 1998.

**Cuadro 15**

### Algunos cuadros macroeconómicos para España en 1999 (% de variación real)

	Presupuestos	Ceprede	BBV	La Caixa	Link	Comisión Europea
Consumo privado nacional	3,8	3,2	3,7	3,2	2,7	3,3
Consumo público	1,2	1,1	2,5	1,7	1,9	2,9
Formación bruta de capital fijo	10,0	7,2	9,4	6,8	6,8	7,3
Bienes de equipo	12,0	9,7	14,5	8,5	9,4	8,6
Construcción	8,5	5,5	5,6	5,6	5,4	6,3
Variación de existencias (a)	0,1	..	0,0	..	0,3	0,1
Demanda nacional	5,0	4,1	4,9	3,9	3,8	4,4
Exportaciones de bienes y servicios	9,8	8,4	9,2	7,1	9,7	8,6
Importaciones de bienes y servicios	12,4	10,2	12,6	8,1	9,7	10,0
Saldo exterior (a)	-1,3	-0,8	-1,5	-0,5	-0,1	-0,7
PIB a precios mercado	3,8	3,3	3,5	3,4	3,7	3,7
(a) aportación al PIB						
Fuente: M <sup>o</sup> de E y H, <i>Presupuestos Generales del Estado para 1999</i> , septiembre 1998. Ceprede, <i>Informe mensual de predicción</i> , septiembre 1998. BBV, <i>Situación</i> , julio 1998. La Caixa, <i>Informe mensual</i> , septiembre 1998. Naciones Unidas, <i>Project Link World Outlook</i> , septiembre 1998. Comisión Europea, <i>Economic Européenne</i> , marzo-abril 1998.						

## El contexto financiero

A la turbulencia de los mercados bursátiles y la reducción generalizada de los flujos de capitales hacia países emergentes debe añadirse, en el caso de los mercados europeos, un comportamiento peculiar de tipos de interés y tipos de cambio.

La mayor profundidad de la crisis a escala global en relación con lo que se pensaba hace unos meses, ha llevado a la mayoría de las instituciones a reconsiderar sus estimaciones sobre correcciones al alza de los tipos de interés. Adicionalmente, el refugio de los capitales antes invertidos en mercados emergentes, ha conducido a una mayor demanda de la deuda pública de los países desarrollados, con la consiguiente subida de precios y reducción de las rentabilidades implícitas.

Este fenómeno generalizado se ve aún más potenciado en países como España en que la convergencia hacia tipos de interés unificados es ya sólo cuestión de meses. A corto plazo, los mercados de futuro apuestan por una reducción de los tipos a 3 meses de cerca de 100 puntos básicos. Para diciembre, las apuestas generalizadas se centran en unas semanas en un entorno del 3,5/3,7% respecto al 4,2% con que se terminó el mes de septiembre (ahora ya estamos en el 4,10 y un tipo de intervención del Banco de España del 3,75%).

La estructura de tipos por plazos en España (y en otros países) ha cambiado respecto a lo que se considera como normal: tipos crecientes para compensar el riesgo de plazos más amplios. Desde hace ya un año, se paga menos por la deuda pública a 3 años que en el euromercado a 3 meses. En los últimos 18 meses los tipos de rendimiento a 3 años se han reducido en casi 100 puntos básicos más que los tipos a corto y a 10 años la reducción ha sido de hasta 130 puntos.

La curva de tipos está “invertida” en el lenguaje técnico habitual (pendiente negativa) o al menos ha reducido sensiblemente su pendiente, lo que históricamente ha sido considerado como un indicador adelantado de una próxima recesión. Bien es verdad que habitualmente el *aplanamiento* de la curva se ha producido por elevación de los tipos a corto más que por reducción de los rendimientos a largo.

En todo caso, la empresa media puede contar con una financiación relativamente barata tanto a corto como a medio y largo plazo, al menos en las operaciones de crédito que realice actualmente.

#### Gráfico 4

Cuatro diferentes apuestas sobre la evolución de tipos de interés a corto plazo

---- España    — Alemania

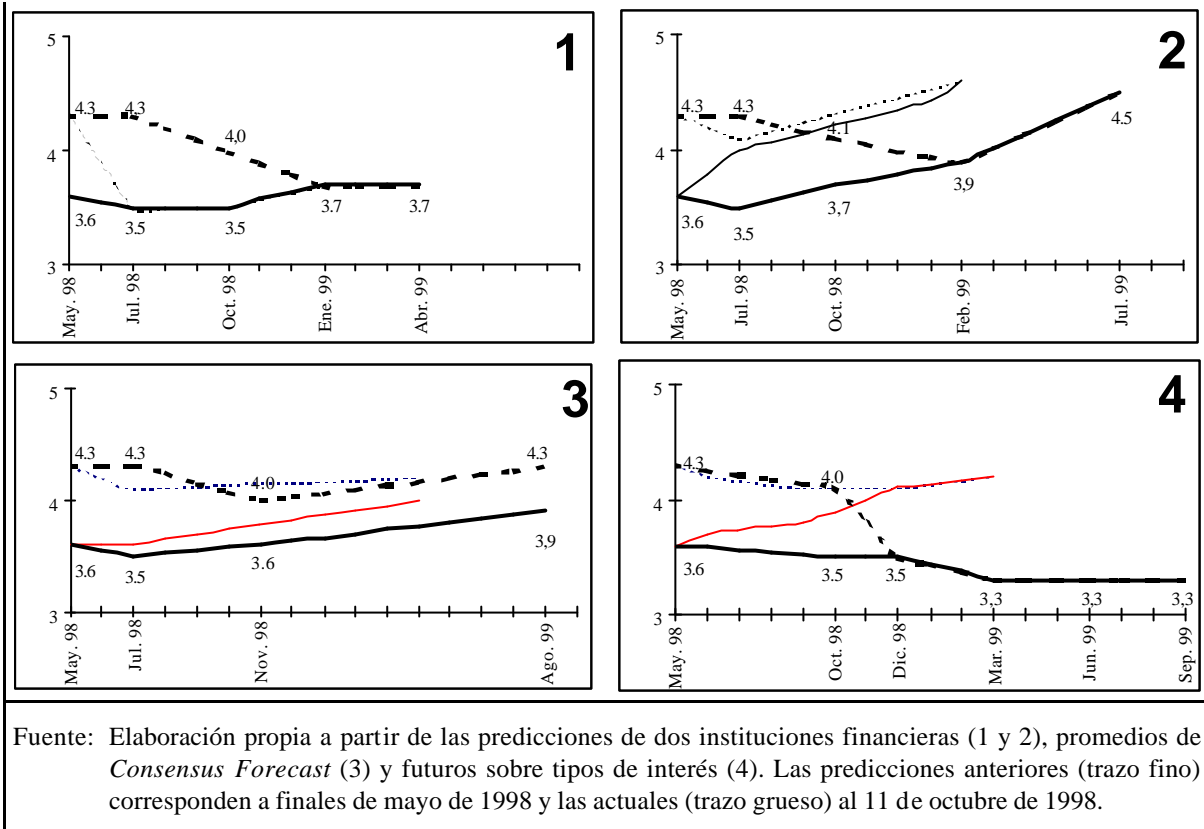
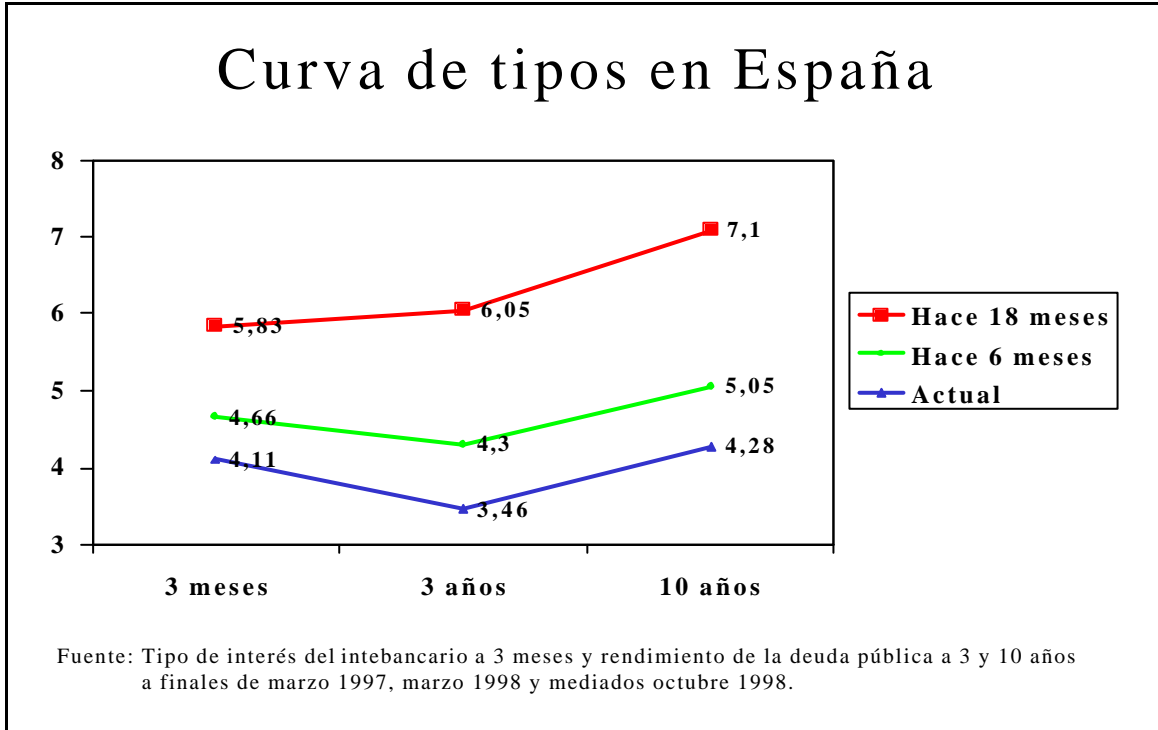


Gráfico 5



Cuadro 16

Evolución de rentabilidades			
	3 meses	3 años	10 años

7/10/98	4,11	3,46	4,28
27/9/98	4,43	3,72	4,41
28/6/98	4,34	4,32	4,99
29/3/98	4,66	4,30	5,05
28/12/97	4,85	4,53	5,51
28/9/97	5,21	4,84	5,90
29/6/97	5,33	5,46	6,34
30/3/97	5,83	6,05	7,10
29/12/96	6,31	6,00	6,95
Caída en 12 meses	0,78	1,12	1,49
Caída en 18 meses	1,40	2,33	2,69
Fuente: Tipo de interés del interbancario a 3 meses y rendimiento de la deuda pública a 3 y 10 años a finales de marzo 1997, marzo 1998 y mediados octubre 1998.			

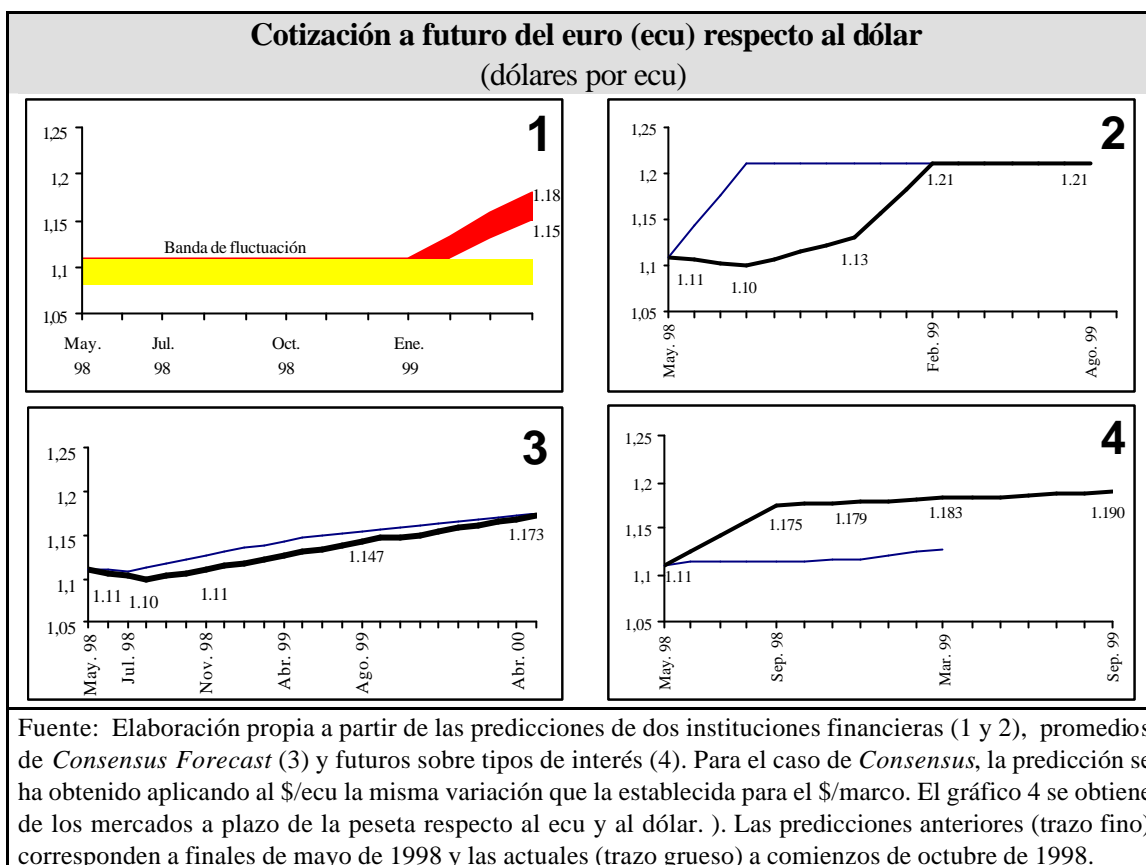
Con respecto a los tipos de cambio, las apuestas generalizadas son de un euro fuerte, al menos durante los primeros meses de su nacimiento. Existen, en principio, más razones a corto plazo para un ecu progresivamente apreciado respecto al dólar que para un ecu débil, aunque no pueden descartarse algunas fuerzas que juegan en sentido contrario.

Cuadro 17

Balanza en la apreciación/depreciación del euro	
Apreciación	Depreciación
# Continúan los flujos de capital hacia Europa.	# Posibles presiones para un euro débil que favorezca las exportaciones, el crecimiento y el empleo.
# Sobrevaloración actual del dólar.	# Acontecimientos internacionales en terceros países que favorezcan el papel de EEUU y al dólar como reserva más generalizada.
# Reducción de diferenciales de tipos de interés Europa/EEUU.	# Exceso de liquidez en la etapa de conversión de las monedas nacionales al euro, con posible tensión inflacionista
# Mayor crecimiento económico en Europa respecto a EEUU.	# Divergencias políticas entre países euro.
# Superávit en la balanza por cuenta corriente.	
# Confianza de los mercados en la política económica.	
# Exceso de dólares en poder de los bancos centrales europeos.	
# Nuevo papel internacional de una moneda de reserva.	

Lo más probable es que para 1999 las empresas españolas cuente con un ecu fuerte, lo que potencia operaciones internacionales (fuera del área UE-11) de adquisición y fusión de empresas, pero dificulta la competitividad exterior de nuestros productos (incluido el turismo), con lo que se hacen más evidentes los esfuerzos en mejoras de productividad y competitividad estructural frente a la pura competitividad-precio.

Gráfico 6



## La moneda única implica también profundos cambios estructurales a medio/largo plazo.

Con la implantación del euro deja de existir una política monetaria propia de cada país integrante y se limita mucho la existencia de una política fiscal diferencial. Los especialistas de todos los países están de acuerdo en la necesidad de emprender reformas estructurales para responder a los desequilibrios que puedan presentar algunos países. El problema es cómo y durante cuánto tiempo hay que converger en precios, salarios y productividad, haciendo esto compatible con las exigencias de estabilidad y con la creación de empleo.

En diversas ocasiones y por muy diferentes observadores internacionales se ha hecho referencia a que lo inmediato en la construcción europea (en particular la implantación del euro) está llevando a descuidar lo importante, en una visión más amplia y a más largo plazo. Más aún, diversos especialistas internacionales han llegado al extremo de afirmar que la moneda única es irrelevante a la hora de resolver los problemas europeos. O bien que su justificación es más política que económica: por eso los *euroescépticos* se han opuesto a la operación euro y los *federalistas* insisten en los problemas políticos creados por el euro tendrán que irse resolviendo pragmáticamente según se vayan planteando y que ello conduce necesariamente a una mayor integración europea. "El euro es, ante todo, una aventura política", sentenciaba un editorial del *The Economist*. "Traerá cambios políticos consigo, algunos buenos, otros malos, pero todos exigiendo una adecuada gestión".

En todo caso, lo que parece generalmente aceptado es que el euro no se corresponde con un *área monetaria óptima* en el sentido de que no cuenta con un mercado laboral flexible e integrado (que permita compensar posibles *choques asimétricos* con desplazamientos de población laboral) ni el presupuesto comunitario tiene capacidad redistributiva.

Un tema de especial relevancia en este proceso de cambio, reformas y adaptación que supone el nuevo reto de la Unión Monetaria Europea, es el de la evolución a medio plazo de precios, salarios y productividades. La situación actual es que en España los *niveles* de productividad, salarios y precios relativos a los promedios en el conjunto de la UE, están alrededor de un 15-20% por debajo y del orden del 30% con relación a Alemania.

La consecuencia inmediata es que igualar progresivamente, con un horizonte de largo plazo, los niveles de vida de los europeos, exige tender a la igualación de salarios expresados en euro, así como de los niveles de precios y de la producción por persona empleada.

Pero pasando de *niveles* a *ritmos* de variación, eso parece que conduce, matemáticamente, a tasas de cambio de precios, salarios y productividades por encima de la media europea. El problema está en cómo pueden compatibilizarse estos ritmos con un crecimiento sostenido a largo plazo y con las restricciones que impone nuestra integración en un área monetaria común.

La situación es nueva, ya que la experiencia histórica de los últimos 25 ó 30 años muestra una aparente estabilidad a largo plazo de los precios relativos, actuando precisamente el tipo de cambio como mecanismo regulador de los diferenciales de inflación. España ha tenido entre 1960 y 1995 un 9,4% de inflación anual (deflactor del consumo privado), mientras Alemania sólo lo ha tenido del 3,4% y para el conjunto de los 15 países que hoy día componen la UE el crecimiento medio anual de los precios llegaría al 5,8%.

Cuadro 18

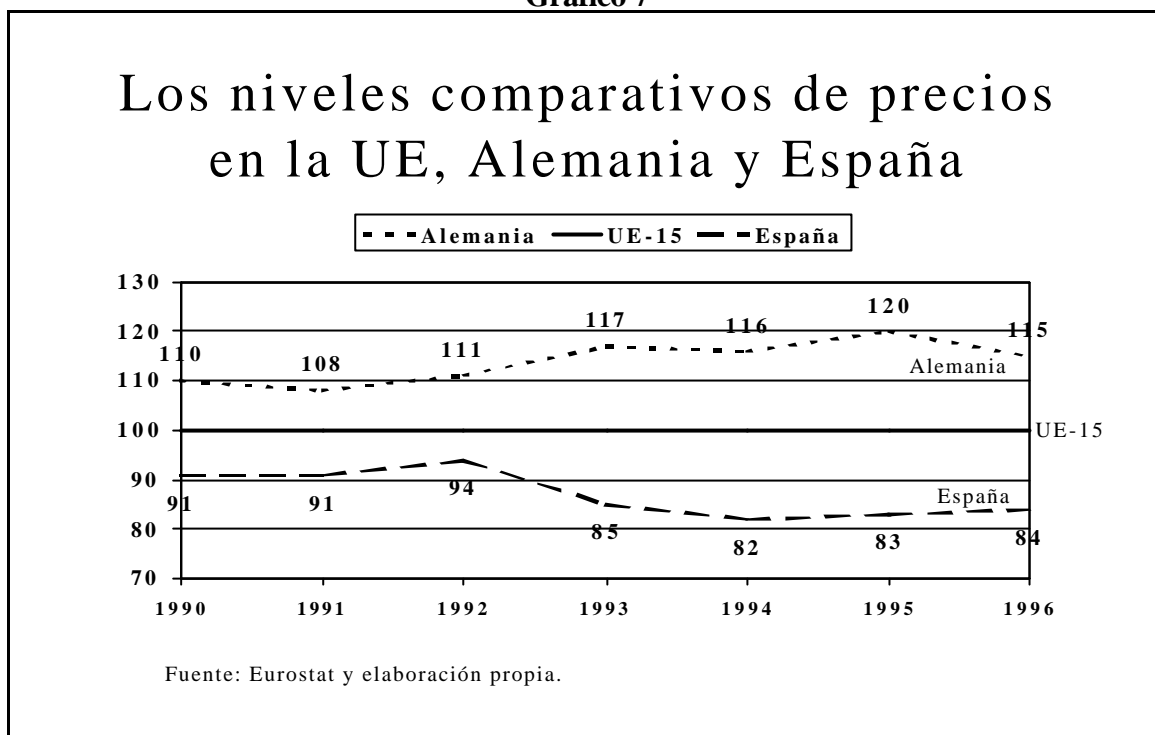
Niveles de precios, salarios y productividad en Alemania y España (UE-15=100)		
	España	Alemania
Nivel de precios del PIB	84	115
Retribución por empleado	77	126
V.A. por empleado	82	116
Fuente: <i>European Commission, The Economic Accounts of the European Union 1996</i> y elaboración propia.		

Los 6 puntos de porcentaje aproximados de inflación diferencial España/Alemania, se han corregido en estos últimos 35 años pasando el marco de 14,29 pesetas en 1960 a 87 en 1985, es decir, a un ritmo de depreciación de la peseta del 5,3% anual.

Como consecuencia lo que valía 100 en el conjunto de la UE-15 hace por ejemplo 25 años, valía 113 en Alemania y 81 en España. En 1996, según los cálculos de Eurostat, lo que se

puede comprar por 100 en la UE, exige gastarse 115 en Alemania y 84 en España. Prácticamente no ha cambiado la situación (véase gráfico 7).

Gráfico 7



A partir de ahora la situación es muy diferente. Con una moneda común, no hay correcciones de ritmos de inflación diferentes acudiendo a la depreciación/apreciación relativa de las monedas. Con un tipo de cambio fijo hacia dentro, una inflación igual obligaría mantener las diferencias de precios en porcentajes e incluso (por la magnitud relativa) a incrementarlas en unidades monetarias. Pero la nueva tendencia, en un mercado más transparente, es hacia precios comunes en *niveles*, lo que obliga a un mayor *ritmo* de variación en los países, como España, con precios más bajos.

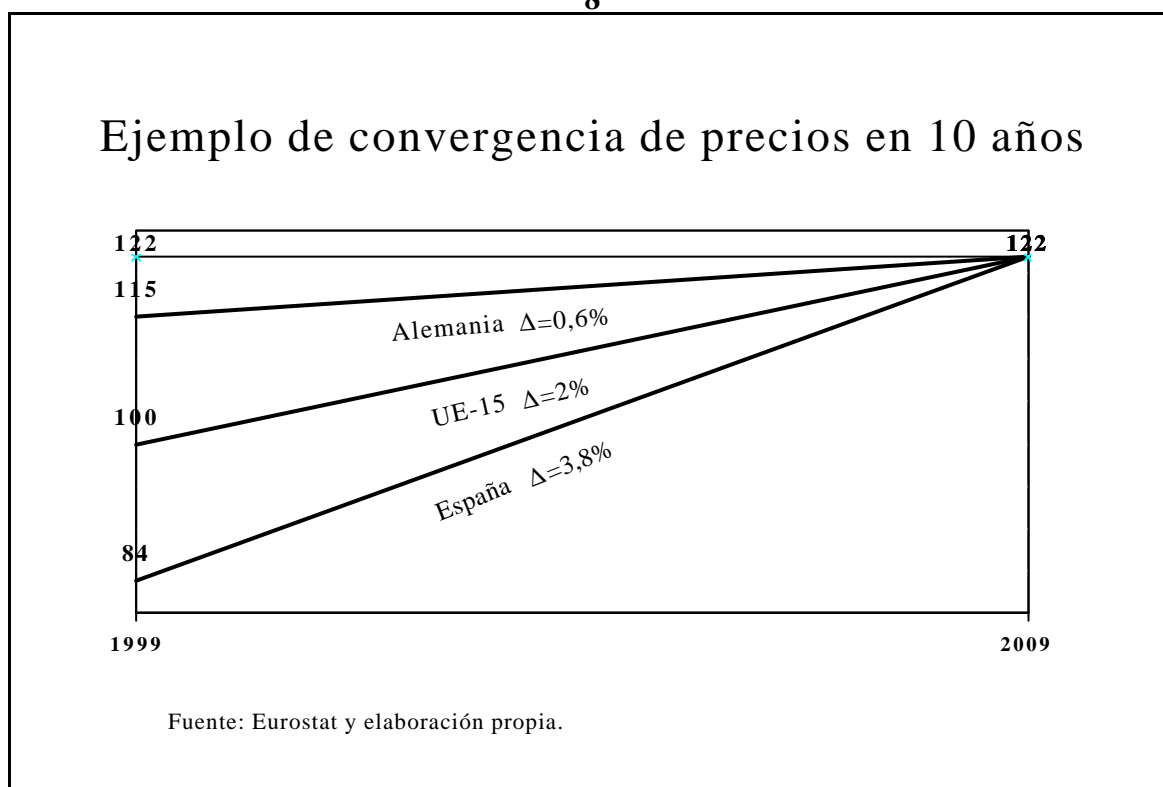
Naturalmente, es discutible si esa igualación va a tardar 10, 20, 50, 100 años o incluso no va a producirse para algunos bienes y servicios. Pero un ejercicio elemental de simulación puede darnos algunas pistas. Igualar precios en sólo diez años llevaría a nuestro país a una inflación del orden de 3 puntos por encima de la alemana y casi dos de exceso con la media comunitaria, lo que sería inaceptable tanto por el Pacto de Estabilidad como por los propios efectos sobre la competitividad internacional de los productos españoles. El problema está en que ese diferencial de inflación sólo se reduce parcialmente al aumentar el plazo de convergencia: 20 años de diferencial de *ritmo* con respecto a la media comunitaria (no ya de los países de menor inflación) sería de casi 1 punto anual; para reducir esta diferencia a sólo medio punto sería preciso ir a una convergencia más allá del 2030. Incluso con un siglo por delante, la inflación en España superaría en dos décimas por año a la norma europea media que hemos supuesto se mantuviera en el 2%.

## Cuadro 19

Simulaciones alternativas de convergencia en precios (% variación media anual)						
	Nivel actual	Horizonte de convergencia (nº de años)				
		10	20	30	50	100
Alemania	115	0,6	1,3	1,5	1,7	1,85
UE-15	100	Norma = 2% anual				
España	84	3,8	2,9	2,6	2,35	2,2

Fuente: Elaboración propia a partir de los niveles de precios relativos calculados por Eurostat para 1996. Los niveles alcanzados con un 2% anual se igualan para las tres zonas y se deduce la tasa compatible.

**Gráfico  
8**



**Cuadro 20**

Simulaciones alternativas de convergencia en productividad (% variación media anual)						
	Nivel actual	Horizonte de convergencia (nº de años)				
		10	20	30	50	100
Alemania	115	0,2	0,9	1,2	1,4	1,5
UE-15	100	Norma = 2% anual				
España	82	3,7	2,7	2,4	2,1	1,9

Fuente: Elaboración propia a partir de los niveles de precios relativos calculados por Eurostat para 1996. Los niveles alcanzados con un 1,7% anual (media estimada por UE para el período 1996-98) se igualan para las tres zonas y se deduce la tasa compatible.

En cualquier caso, para que sea factible una convergencia en precios y también en salarios con el conjunto de la UE, habrá que acometer las mejoras necesarias para que también se acerquen, a un ritmo similar, los niveles de productividad, en este caso medidos por el valor añadido por persona empleada. Según nuestros cálculos, España debería superar a las mejoras de productividad medias europeas en 2 puntos para converger en 10 años, 1 punto para converger en 20 años y al menos medio punto de porcentaje para ponernos a nivel en 50 años (cuadro 21). Esto es absolutamente compatible con la evolución de la economía española y supone, a nuestro entender el riesgo de futuro más importante.

Frente a estas exigencias a largo plazo las mejoras de productividad que se deducen de los últimos datos oficiales disponibles (2º trimestre de 1998) están alrededor del 0,5% (3,9% de variación de PIB menos 3,4% de variación de empleo en términos de Contabilidad Nacional), es decir, en los valores más bajos de la UE y un punto por debajo de la norma de los últimos años. Con crecimientos del 3/3,5% y con mejoras de productividad del 2/2,5% (exigibles para converger en 30 ó 50 años), el empleo sólo puede crecer en el orden del 1% anual y ello resulta claramente insuficiente.

### **Optimismo, vigilancia, adaptación e innovación**

En resumen, a la pregunta inicial sobre si podemos ser optimistas en cuanto al entorno de mercado, nuestra contestación es que compartimos un optimismo moderado y en vigilia permanente ante los múltiples cambios del momento. La economía española está en relativo buen estado y las medidas de política económica adoptadas han resultado adecuadas en general. Las expectativas a corto, medio y largo plazo son ilusionantes, como corresponde a nuestra pertenencia a un club de privilegio (la UE-11), pero ello no supone la ausencia de riesgos.

En una reunión empresarial que trata nuevas tendencias en la distribución, nueva sociedad del ocio, emprender innovando y otros temas de futuro, creo que podemos compartir la idea de que una dirección consciente es la mezcla, en dosis adecuadas, de una adaptación rápida a un mundo cambiante (*la dirección al nanosegundo* de Tom Peters) y de una conquista permanente del futuro (el *reinventar la empresa* de Hamel y Prahalad): regenerar estrategias, repensar los contornos del sector, redefinir el mercado. Esa, sin duda, es nuestra misión, en tiempos de bonanza y en tiempos de crisis; en períodos de calma y más aún en períodos de cambio como los presentes.