

## ¿Hasta dónde y hasta cuándo llegará la crisis?

Antonio Pulido  
Director General de CEPREDE

### RESUMEN

#### 1. Nueva revisión a la baja de las predicciones mundiales de crecimiento, especialmente para 2009

Por el momento los informes públicos y privados sobre el crecimiento económico mundial coinciden en una desaceleración en el año en curso que se agudiza en 2009, con una recuperación ya en 2010.

Sin embargo, una reducción de ritmos que llevaría a algo menos del 2% de crecimiento mundial real, sólo será factible si continúa el proceso de expansión en el conjunto de países en desarrollo, aunque se observe una posible desaceleración.

#### 2. Los últimos datos disponibles (y los indicadores de confianza a escala mundial) marcan tendencias más pesimistas que las recogidas en las predicciones

Todos los indicadores de confianza y los datos más recientes de coyuntura apuntan a un proceso de creciente desaceleración para la economía mundial que señalan tendencias de futuro sensiblemente más pesimistas que las de hoy día recogidas por los centros de predicción, públicos y privados. La clave está en el mayor o menor «efecto contagio» de los países desarrollados a las economías emergentes.

#### 3. Recopilando las causas y fases de la crisis, a/pasado y futuro

En un año se ha añadido a la corrección de mercados inmobiliarios y alzas de precios en materias primas, una crisis por impagos de hipotecas subprime, el deterioro de solvencia de instituciones financieras de todo el mundo y, la de mayor impacto, la crisis crediticia y de pérdida de confianza.

#### 4. Previsible fase de recesión en EE.UU. durante 2009.

La desaceleración económica de EE.UU en el año en curso como consecuencia de los efectos en cadena de la actual crisis financiera, parece que van a llevar al estancamiento en 2009 con algunos trimestres incluso de crecimiento negativo.

**5. Los países de la Eurozona en crisis generalizada con recuperación a partir de 2010**

Se repiten los patrones de comportamiento destacados para EE.UU. con una demora de uno o dos trimestres y una salida de la crisis menos dinámica en la eurozona que puede suponer un diferencial del orden de un punto de porcentaje en el periodo 2010-2013.

**6. Datos y opiniones de expertos coinciden en la fuerte desaceleración de la economía española**

Crecimiento nulo y primeros signos de posible recesión. Como veníamos adelantando en informes anteriores se ha acabado el diferencial positivo de crecimiento respecto al conjunto de la UE. Ahora nos enfrentamos con un posible diferencial negativo y con el efecto psicológico de la caída en un año desde tasas propias de una expansión económica a una crisis profunda.

**7. La situación mundial y las características específicas de la economía española obligan a revisar fuertemente a la baja las predicciones 2008-2010 para la economía española.**

Las perspectivas de la economía española para 2009 e incluso principios de 2010 nos parecen hoy día sensiblemente peores que hace pocos meses. La crisis crediticia global que se inicia en septiembre-octubre puede tener efectos muy relevantes a corto plazo, con un auténtico derrumbe de las expectativas de consumidores y empresas. Nuestra economía puede estar en recesión (crecimientos negativos y destrucción de empleo) durante 2009.

## 1. Nueva revisión a la baja de las predicciones mundiales de crecimiento, especialmente para 2009

Por el momento los informes públicos y privados sobre el crecimiento económico mundial coinciden en una desaceleración en el año en curso que se agudiza en 2009, con una recuperación ya en 2010.

Sin embargo, una reducción de ritmos que llevaría a algo menos del 2% de crecimiento mundial real, sólo será factible si continúa el proceso de expansión en el conjunto de países en desarrollo, aunque se observe una posible desaceleración.

Hace seis meses se planteaba como alternativa relativamente poco previsible un escenario mundial de “deeper financial shock” en 2008-2009 al que el FMI (en su informe de abril 2008) daba una probabilidad subjetiva del orden del 25%.

Ya hemos indicado en anteriores informes que las predicciones del agregado mundial pueden tener amplios sesgos de estimación y actualidad.

En todo caso, puede servirnos para valorar el orden de magnitud del cambio en las expectativas de los predictores en 2008 y 2009.

En el cuadro 1.1 incluimos las predicciones mundiales del FMI de hace un año, seis meses, su variante de fuerte impacto financiero y las actuales.

**Cuadro 1.1**

### Revisión de predicciones mundiales del FMI de crecimiento del PIB real

Fecha de realización	2008	2009	2010
<b>Octubre 2007</b>	4,8	..	..
<b>Abril 2008</b>	3,7	3,8	..
<b>Octubre 2008</b>	3,9	3,0	..
<b>Noviembre 2008</b>	3,7	2,2	..
<b>Variante de fuerte impacto financiero (abril 2008)</b>	2,5	1,9	3,8

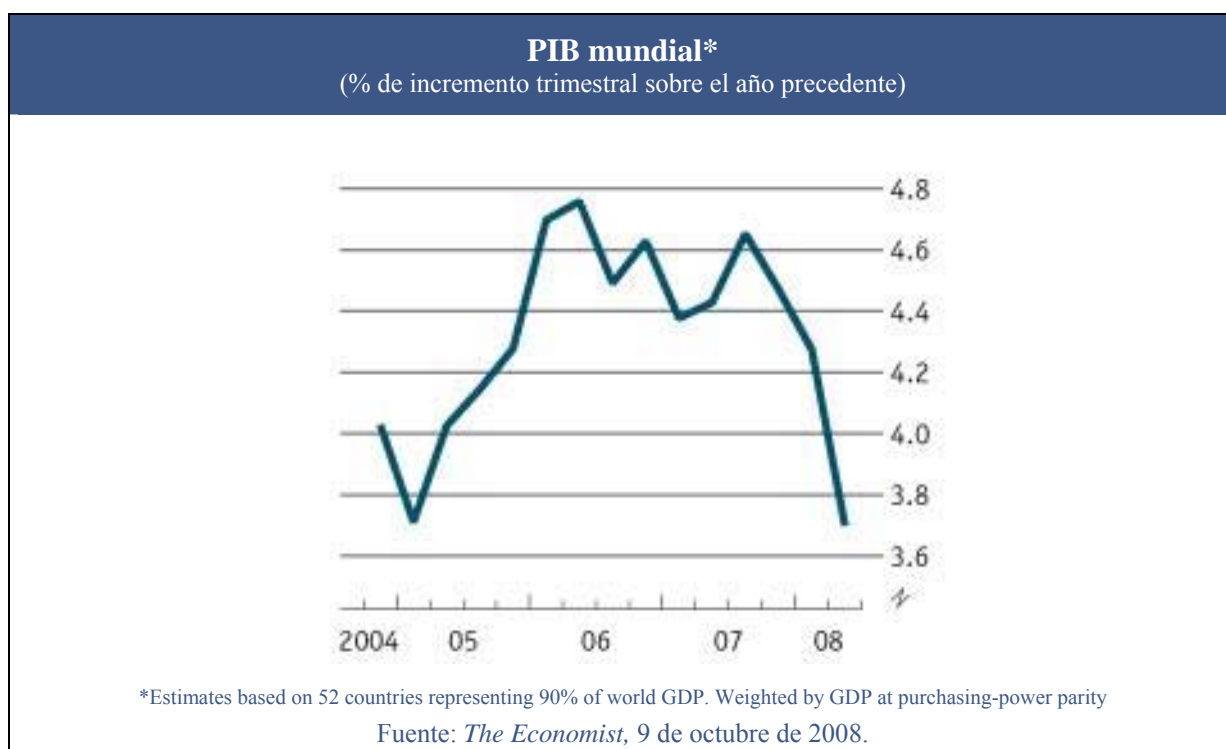
Fuente: Diferentes informes del FMI y elaboración propia.

CEPREDE Noviembre 2008

Respecto a hace un año, la revisión del FMI para el crecimiento del PIB en 2008 sólo puede considerarse como muy corta: sólo un punto de porcentaje, es decir un 20% menos de lo que se calculaba en octubre de 2007. Por mucho que vayan a retardarse los efectos en los países menos desarrollados de la crisis financiera en los principales mercados, nos parece una estimación fuertemente sesgada al alza. La variante considerada en abril de un fuerte impacto financiero se ha hecho una realidad y supondría una baja hasta el 2,5% (casi la mitad de lo inicialmente previsto hace un año) que consideramos, hoy día, más realista.

Según algunos datos disponibles (véase gráfico 1.1 con estimaciones *The Economist*) la caída en 2008 está siendo tan brusca como que la reducción de ritmo en un punto de porcentaje ya se ha producido en sólo los dos primeros trimestres del año.

**Gráfico 1.1**

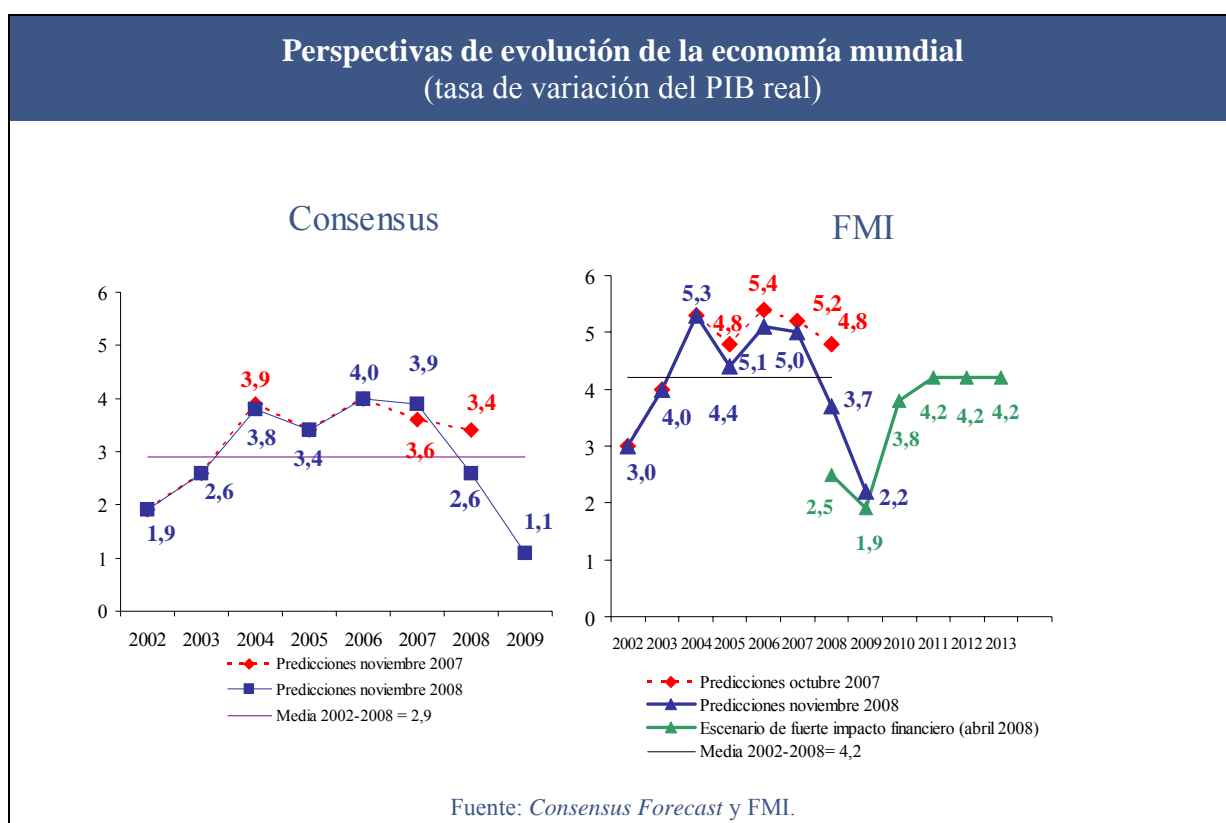


CEPREDE Noviembre 2008

Para el próximo año, también la revisión del crecimiento mundial parece estar más guiada por no contribuir a un clima de pesimismo, que por un cálculo cuidadoso de las propias predicciones del FMI para los países más desarrollados.

Las predicciones de *Consensus Forecast* son sensiblemente más acusadas (véase gráfico 1.2). Aunque parten de un nivel diferente (Consensus valora cada país según tipos de cambio y no PPC como el FMI), la caída de ritmo prevista para 2009 con relación al 2007 es de algo más del 50% y lleva la predicción del crecimiento mundial por debajo del 1,5%.

Gráfico 1.2



CEPREDE Noviembre 2008

En el cuadro 1.2 hemos resumido tasas y contribuciones al crecimiento para las principales áreas y países. Como ponderar por paridades de poder de compra exagera la capacidad de los países menos desarrollados de contribuir al crecimiento general, hemos revisado los cálculos utilizando sólo pesos deducidos por tipos de cambio. Como puede comprobarse, el FMI reconoce el cambio de perspectiva que supone esta óptica (véase diferencia entre las dos últimas filas del cuadro), coincidiendo básicamente ahora sus tasas (sin corrección PPC) con las de Consensus.

Aunque el FMI sólo admite, por el momento, una desaceleración en Latinoamérica o el conjunto de otros países en vías de desarrollo, sin plantear situaciones de crisis, los optimismos a los que lleva utilizar paridades de compra se difuminan en el mundo en vías de desarrollo.

En 2009 un crecimiento ligeramente superior al 1% para el conjunto de la economía mundial sólo será posible (de cumplirse los pronósticos de tasas negativas para la Triada) si el resto de países en desarrollo aún crece por encima del 3% en su conjunto.

Cuadro 1.2

## Contribución al crecimiento 2007-2009 de la Triada y el resto de países

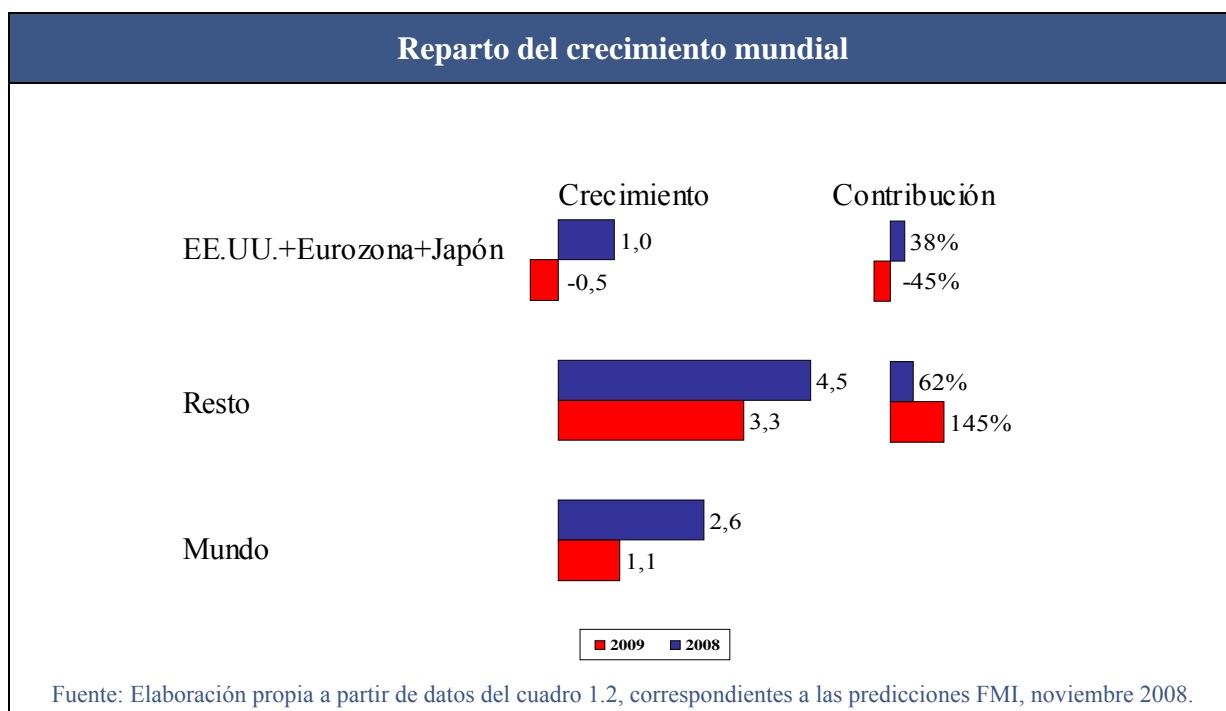
Área / País	Peso en renta mundial (%)	Crecimiento PIB (%)			Contribución al crecimiento (puntos porcentaje)		
		2007	2008	2009	2007	2008	2009
EE.UU.	26,4	2,0	1,4	-0,7	0,53	0,37	-0,18
Eurozona	22,0	2,6	1,2	-0,5	0,57	0,26	-0,11
Japón	9,1	2,1	0,5	-0,2	0,19	0,05	-0,02
Triada	57,5	2,2	1,0	-0,5	1,29	0,68	-0,31
China	5,9	11,9	9,7	8,5	0,70	0,57	0,50
India	2,0	9,3	7,8	6,3	0,19	0,16	0,13
Latinoamérica	5,9	5,6	4,5	2,5	0,33	0,27	0,15
Otros países	28,7	4,1	3,2	2,2	1,19	0,92	0,63
No-Triada	42,5	5,7	4,5	3,3	2,41	1,92	1,41
TOTAL s/tipos de cambio	100,0	3,7	2,6	1,1	3,7	2,6	1,1
TOTAL s/PPC	--	5,0	3,7	2,2	--	--	--

Fuente: Elaboración propia con pesos (no corregidos por paridad del poder de compra) en la renta mundial del World Bank para 2007 (publicados 10/10/08), método Atlas (media móvil de tres años de tipos de cambio) y de predicciones de FMI (noviembre 2008).

CEPREDE Noviembre 2008

En realidad, estos crecimientos previstos por el FMI para la economía mundial solo son posibles si el próximo año toda la carga la lleva el mundo en desarrollo y no se contagia plenamente de la crisis. Esta es la tesis del «desacoplamiento» que defienden algunas instituciones internacionales, como el FMI, pero que no parece que los acontecimientos más recientes confirmen.

Gráfico 1.3



Cuadro 1.3

**Situación por grandes áreas**  
(entre paréntesis tasa de variación del PIB real)

	2006	2007	Predicción 2008	Predicción 2009
EE.UU.	Mantenimiento (2,8)	Debilidad (2,0)	Crisis (1,4)	Recesión (-0,6)
UE	Expansión (3,1)	Mantenimiento (2,9)	Crisis (1,3)	Crisis (0,0)
Japón	Mantenimiento (2,4)	Mantenimiento (2,0)	Crisis (0,6)	Recesión (-0,1)
Asia Pacífico*	Expansión (5,5)	Expansión (6,2)	Expansión (4,4)	Expansión (3,4)
China	Expansión (11,6)	Expansión (11,9)	Expansión (9,7)	Expansión (8,5)
Latinoamérica	Expansión (5,3)	Expansión (5,5)	Expansión (4,4)	Mantenimiento (2,7)
Europa Central y del Este**	Expansión (6,8)	Expansión (7,0)	Expansión (5,6)	Expansión (4,1)
Rusia	Expansión (7,4)	Expansión (8,1)	Expansión (6,8)	Expansión (3,5)
<b>Mundo</b>	<b>Expansión (4,0)</b>	<b>Expansión (3,9)</b>	<b>Mantenimiento (2,6)</b>	<b>Debilidad (1,1)</b>

\*Japón +11 países de la Zona.  
\*\* 19 países de la Zona.

Fuente: Elaboración propia a partir de *Consensus Forecast*, noviembre 2008. Para China y Rusia, FMI, noviembre 2008.

CEPREDE Noviembre 2008

## **2. Los últimos datos disponibles (y los indicadores de confianza a escala mundial) marcan tendencias más pesimistas que las recogidas en las predicciones**

Todos los indicadores de confianza y los datos más recientes de coyuntura apuntan a un proceso de creciente desaceleración para la economía mundial que señalan tendencias de futuro sensiblemente más pesimistas que las de hoy día recogidas por los centros de predicción, públicos y privados. La clave está en el mayor o menor «efecto contagio» de los países desarrollados a las economías emergentes.

No es cuestión de entrar aquí en una descripción de los últimos datos en indicadores seleccionados de los países o áreas más significativas del mundo. Lo importante es detectar tendencias (que naturalmente pueden truncarse a futuro) y ver como estos datos se reflejan en algunos indicadores de confianza. Más adelante haremos una referencia más precisa a EE.UU. y UE.

A nivel global, muchos analistas coinciden en que “una suave recesión mundial es lo mejor que puede esperarse” (*The world economy, bad or worse*, The Economist 11/10/08). Los datos disponibles parecen ir señalando un contagio creciente de la crisis financiera en los países desarrollados hacia las economías emergentes. Morgan Stanley estima que más de 80 países en vías de desarrollo presentarán este año déficits en la balanza por cuenta corriente superiores al 5% del PIB. Los precios de las materias primas caen por efecto de una menor demanda. Las exportaciones se reducen y las monedas de algunos países emergentes muestran acusada debilidad.

El índice elaborado por el Instituto alemán IFO en colaboración con la Internacional Chamber of Commerce (ICC) de París (más de 1.000 expertos de 90 países) muestra una fuerte caída del clima económico. En los dos últimos trimestres ha caído en un tercio entre el valor de principios de año y el esperado ahora para dentro de seis meses (véase cuadro 2.1). El ritmo de caída es el más acelerado de la historia reciente y aún es muy posible que siga el deterioro hacia finales de año y principios de 2009 (Gráfico 2.1).

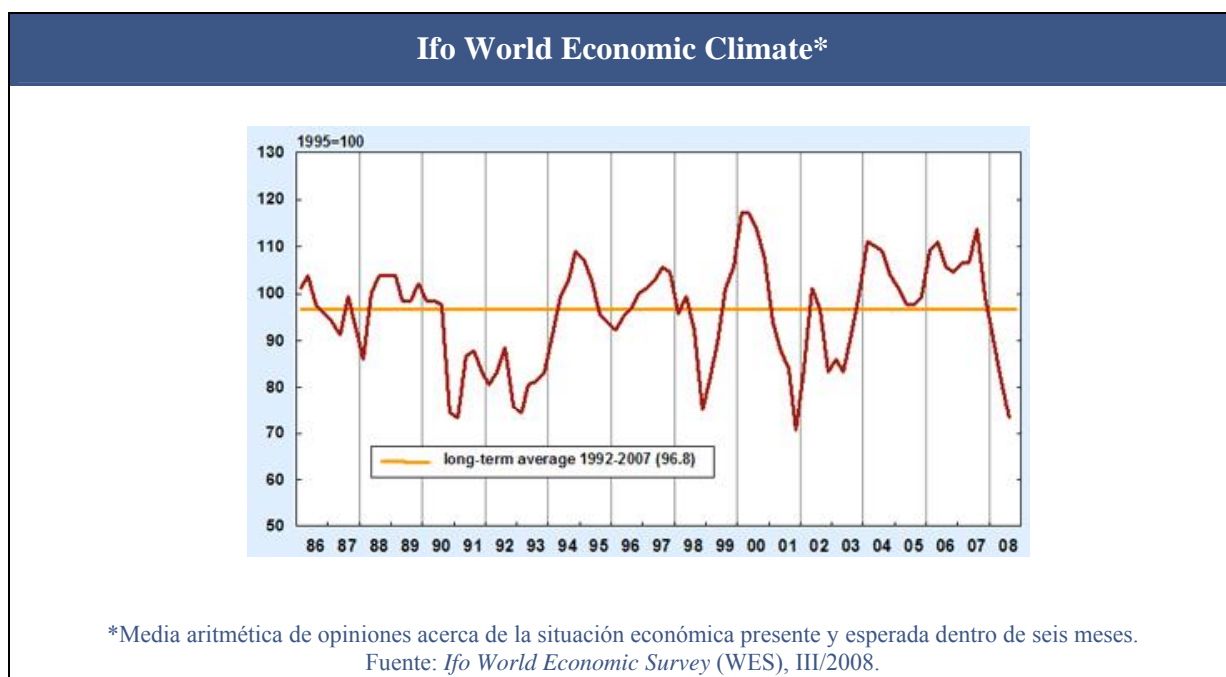


**Cuadro 2.1**

IFO World Economic Climate (Índice 1995=100)												
	2006				2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
<b>Mundo</b>	<b>109</b>	<b>111</b>	<b>106</b>	<b>105</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>114</b>	<b>99</b>	<b>90</b>	<b>81</b>	<b>73</b>	
Norte-América	110	115	98	96	102	93	109	86	72	61	63	
Europa Occidental	100	105	105	100	102	107	111	93	82	76	63	
Zona Euro	99	103	102	98	100	107	112	91	81	76	62	
Asia	116	115	103	109	113	105	116	106	101	88	76	
Expectativas 6 meses												
Mundo	109	109	97	90	91	93	100	81	72	67	61	
Zona Euro	110	109	96	74	76	87	90	64	56	56	43	

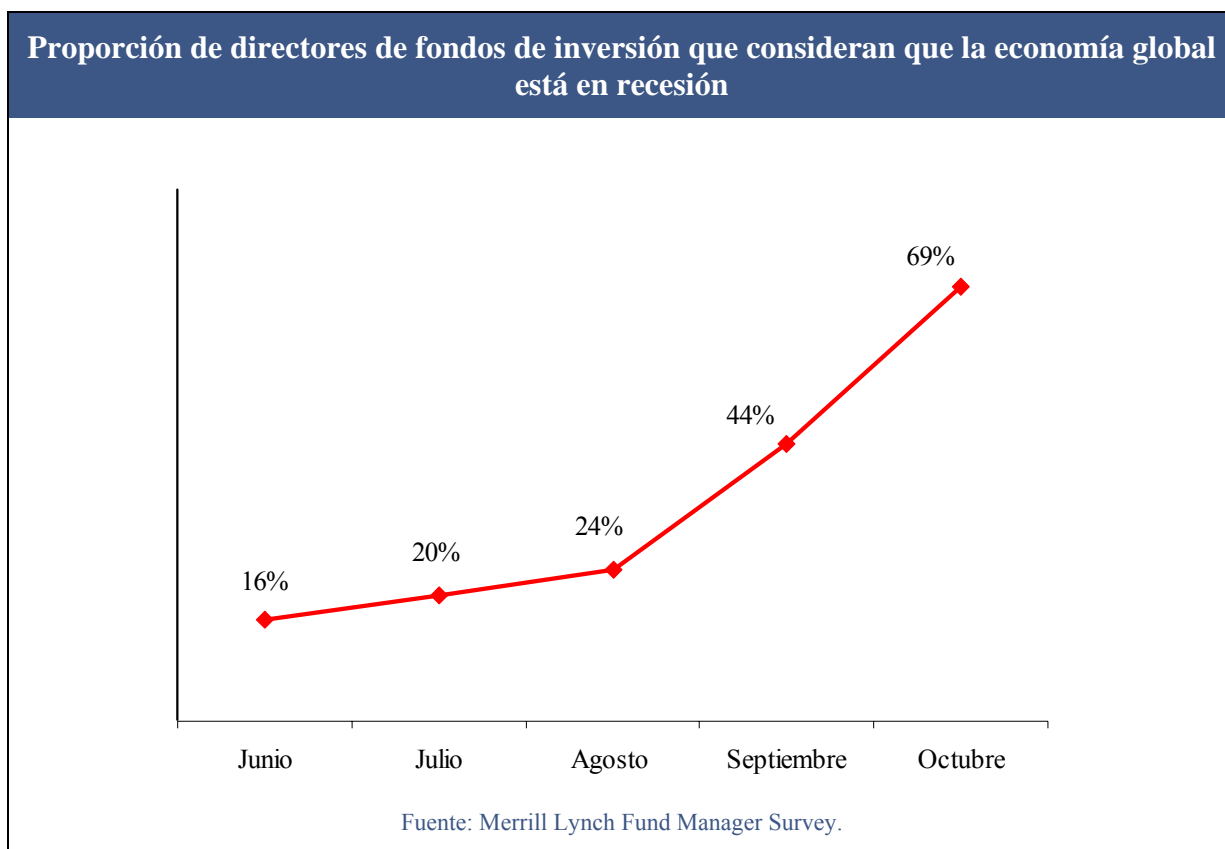
Fuente: Elaboración propia a partir de *IFO World Economic Climate* 3<sup>rd</sup> quarter 2008 e *IFO Economic Climate for the Euro Area*, 3<sup>rd</sup> quarter 2008.

CEPREDE Noviembre 2008

**Gráfico 2.1**

CEPREDE Noviembre 2008

Una idea del derrumbe de expectativas en los últimos meses nos la proporciona el *Merrill Lynch Fund Manager Survey* (más de 170 participantes de diferentes países). En sólo cuatro meses se ha multiplicado por más de cuatro la creencia, de que la economía global ya ha entrado en recesión y en los dos últimos meses casi se ha triplicado (gráfico 2.2).

**Gráfico 2.2**

CEPREDE Noviembre 2008

Una forma de medir la desconfianza de los mercados financieros y, en particular, de las bolsas de valores es el índice de volatilidad (VIX) elaborado por la bolsa de Chicago (*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*). Realmente lo que mide son las primas pagadas en un mercado de opciones de futuro; al fluctuar de acuerdo con el riesgo que supone contratar este seguro, puede considerarse como una medida del miedo de los inversores en bolsa. Como puede verse en el gráfico 2.3 adjunto la subida en las últimas fechas (hasta finales de octubre) es impresionante.

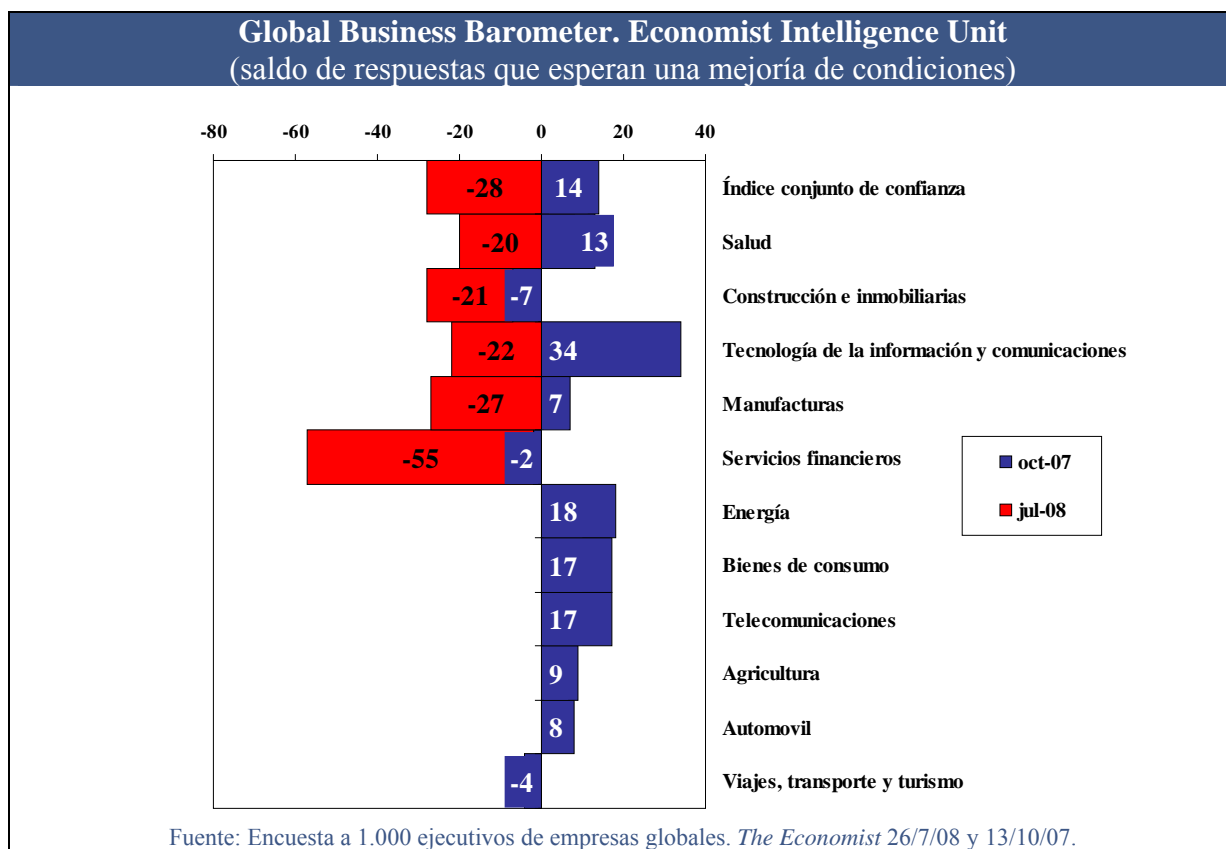
Gráfico 2.3



El *Global Business Barometer* elaborado por The Economist también muestra un vuelco en la confianza de las empresas, expresada como saldo entre los directivos (más de 1.000 del mundo entero) que opinan que las condiciones económicas mejoren o empeoren en un futuro inmediato. El índice global ha pasado de +13 hace una año a un último dato (finales de julio) de -28. Por sectores productivos la caída de confianza se ha generalizado (gráfico 2.4).

Como última referencia en este apartado incluiremos la evolución trimestralizada de los crecimientos del G-3 (EE.UU. U.E y Japón). Como puede verse (cuadro 2.2 y gráfico 2.5) las caídas de ritmo son muy acusadas, principalmente en los últimos trimestres y la tendencia, por el momento, continúa.

Gráfico 2.4



Fuente: Encuesta a 1.000 ejecutivos de empresas globales. *The Economist* 26/7/08 y 13/10/07.

CEPREDE Noviembre 2008

Cuadro 2.2

**Tasas de crecimiento interanual real del PIB en G-3**

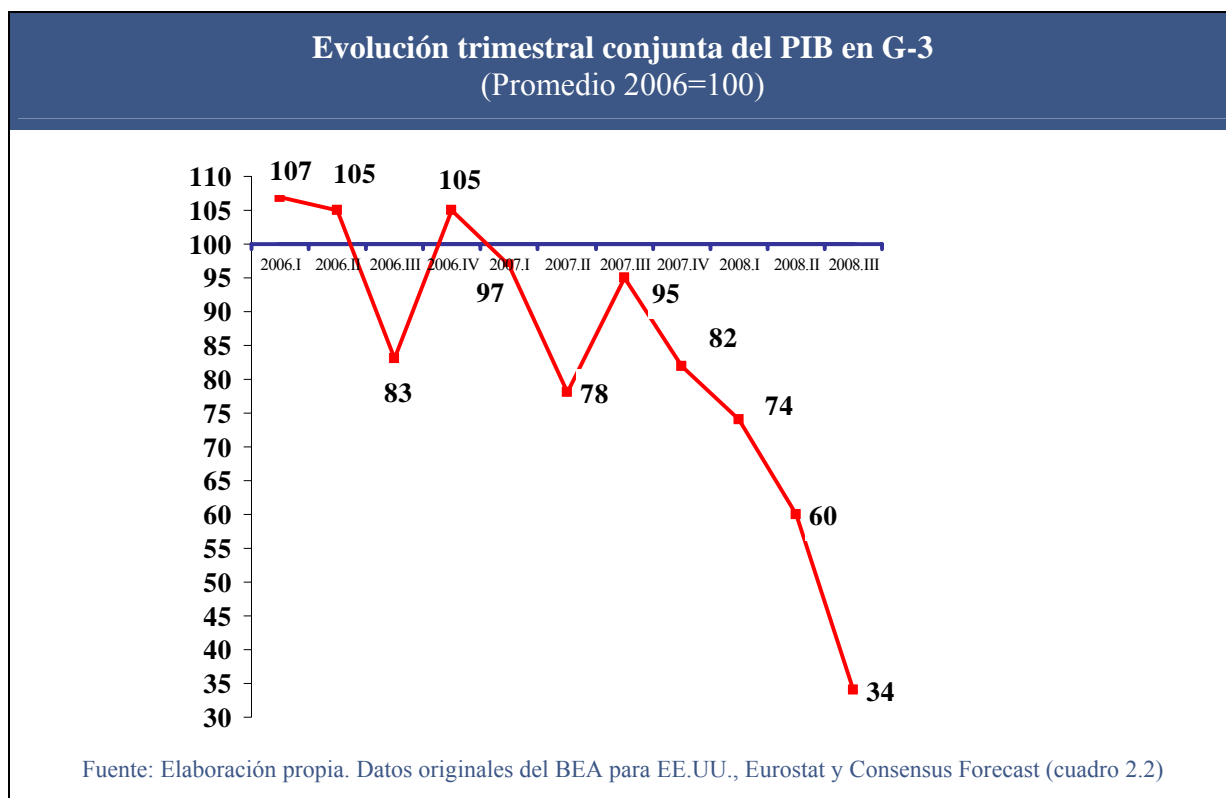
	Promedio 2006	2006				2007				2008		
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
EE.UU.	2,8	3,1	3,2	2,4	2,4	1,3	1,8	2,8	2,3	2,5	2,1	0,8
(2006=100)	100	111	114	86	86	46	64	100	82	89	75	29
Japón	2,2	2,7	2,1	1,4	2,5	2,9	1,7	1,9	1,7	1,2	1,0	0,9**
(2006=100)	100	124	97	64	115	131	78	86	78	55	45	41**
UE	2,9	2,5	3,0	2,9	3,3	3,3	2,7	2,9	2,5	2,3	1,7	0,9**
(2006=100)	100	85	103	99	113	114	93	100	86	79	59	31**
Conjunto G-3*	100	107	105	83	105	97	78	95	82	74	60	34**

\* Pesos asignados recalculados según participación en el PIB mundial en 2005, Banco Mundial, *World Development Indicators* (EE.UU.=45%, UE=38%, Japón=11%). El resultado ponderado se ajusta al promedio para 2006.  
\*\* Estimación.

Fuente: Elaboración propia a partir de últimos datos disponibles. Para EE.UU., último informe del Bureau of Economic Analysis (octubre). Para la UE, Eurostat (octubre). Para Japón y datos no disponibles, Consensus Forecast (noviembre).

CEPREDE Noviembre 2008

Gráfico 2.5



CEPREDE Noviembre 2008

### **3. Recopilando las causas y fases de la crisis, a/pasado y futuro**

En un año se ha añadido a la corrección de mercados inmobiliarios y alzas de precios en materias primas, una crisis por impagos de hipotecas subprime, el deterioro de solvencia de instituciones financieras de todo el mundo y, la de mayor impacto, la crisis crediticia y de pérdida de confianza.

Los riesgos para la economía mundial eran conocidos, aunque su profundidad y efectos en cadena fueron subvalorados por todos los centros de predicción.

Antes del verano de 2007 (prácticamente hace ya año y medio) el FMI apuntaba que el problema generado por las hipotecas subprime “ha producido daños crecientes e impredecibles sobre mercados e instituciones en el corazón del sistema financiero”. La consecuencia, se adelantaba que sería una reducción de créditos del sistema bancario más acusada de lo que es normal en una fase de desaceleración cíclica (estrechamiento o “credit squeeze”), que podría desembocar en un declive aún más severo (“credit crunch”).

El FMI admitía ya en abril de 2007 que “la economía mundial ha entrado en un terreno nuevo e inseguro”; que “la profunda corrección del mercado de la vivienda en EE.UU. y los problemas aun no resueltos del sistema financiero han puesto al borde de la recesión a la economía norteamericana”; que “los efectos sobre el resto del mundo serán, probablemente, significativos”.

Por aquellas fechas ya resumíamos, en nuestro informe de *Perspectivas Económicas y Empresariales*, los principales riesgos de la economía mundial en siete aspectos que veníamos arrastrando desde hacía varios trimestres (desde la burbuja inmobiliaria o la subida de los precios del petróleo a la volatilidad de activos y desequilibrios estructurales), a los que añadíamos los efectos en cadena de impagos de hipotecas subprime y la crisis crediticia (cuadro 3.1).

**Cuadro 3.1****Algunos riesgos sobre la economía mundial****Previos**

- Mercado de la vivienda.
- Precios del petróleo y otras materias primas.
- Debilitamiento EE.UU.
- Reducción de beneficios empresariales.
- Sobrecaentamiento en algunos países en desarrollo
- Volatilidad de activos financieros y tipos de cambio.
- Desequilibrios estructurales/ Flujos internacionales de capitales.

**Añadidos**

- Efectos en cadena de impagos en hipotecas de alto riesgo (subprime).
- Crisis crediticia (credit crunch?).

CEPREDE Noviembre 2008

El punto 4 de nuestro informe se titulaba: *Existen riesgos de desaceleración económica mundial más acusada* y se resumía en que: “A los riesgos precedentes se añaden los derivados de una crisis crediticia, que incluso podría llevar a una situación de recesión de la economía norteamericana durante 2008-2009 y a un estancamiento del PIB real en la eurozona”.

Hoy día todos debemos reconocer que la realidad del desarrollo de la crisis ha superado las predicciones “básicas”, acercándose mucho más a variantes pesimistas extremas.

El reciente informe de octubre del FMI (*World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns and Recoveries*) ha pasado de un tono de prudencia a uno mucho más catastrófico. Su capítulo 1 se inicia con la afirmación de que “la economía mundial esta ahora entrando en fuerte desaceleración, enfrentándose a la perturbación más peligrosa en los mercados

financieros modernos desde los años 30 del siglo XX”. Y añade que “las mayores economías desarrolladas están ya o se acercan a la recesión y, aunque se prevé una recuperación que tendrá lugar progresivamente a lo largo de 2009, el repunte es muy posible que sea más gradual de lo normal, retenido por la continuada crisis de los mercados financieros”.

La realidad es que estamos asistiendo a una crisis y sus efectos en cadena, que podríamos particionar en cuatro fases y que van acumulando impactos sobre la economía mundial (véase cuadro 3.2).

Esta confluencia de impactos no sólo añade nuevos matices (liquidez sobre solvencia, solvencia sobre impagados en hipotecas subprime; impagados sobre burbuja inmobiliaria), sino que revisa la estimación de impactos de fases precedentes. Como ejemplo, el FMI estima ahora en 1,4 billones (europeos) de dólares las pérdidas por impagos de hipotecas subprime cuando hace pocos meses se estimaban en poco más de 500.000 millones, es decir prácticamente multiplicado el impacto por tres.

### Cuadro 3.2

<b>Fases de la actual crisis según FMI</b> (octubre 2008)	
Fase I:	Corrección en los mercados inmobiliarios y alzas en los precios de materias primas. (hasta agosto 2007).
Fase II:	Crisis financiera iniciada tras el colapso de las hipotecas subprime en EE.UU. (agosto 2007-abril 2008)
Fase III:	Pérdida de confianza en las instituciones financieras. Cascada de bancarrotas, fusiones e intervenciones públicas de apoyo a la solvencia. (abril 2008-septiembre 2008)
Fase IV:	Crisis crediticia añadida con un mercado interbancario virtualmente cerrado y pérdida casi total de confianza en contrapartidas financieras. Fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Falta de liquidez para las empresas no financieras. (septiembre 2008-?)

Fuente: Elaboración propia a partir de textos del informe del FMI, *World Economic Outlook*, octubre 2008.

*CEPREDE Noviembre 2008*



La importancia relativa del cambio que va introduciendo cada nueva fase puede aproximarse por el orden de magnitud de la revisión de predicciones (cuadro 3.3).

Sin duda, la corrección más acusada se produce en la última fase de crisis crediticia, alta volatilidad, brusca caída de confianza y falta de liquidez, que domina el panorama económico mundial a partir de finales del verano último. En términos de reducción de predicciones para 2009 el coste es de más de dos puntos de menor crecimiento del PIB para EE.UU. y más de un punto para la Eurozona y el conjunto de la economía mundial.

En segundo lugar por su importancia, aparece la crisis de solvencia de instituciones financieras que termina provocando la difusión de activos “tóxicos” que incluyen hipotecas subprime: del orden de un punto de menor crecimiento en EE.UU. en 2008 y 2009 y de medio punto en la Eurozona y en el conjunto del mundo.

**Cuadro 3.3**

**Una valoración de la importancia relativa de cada fase a través de la corrección de predicciones (puntos de porcentaje)**

	2008			2009		
	EE.UU.	Eurozona	Mundo	EE.UU.	Eurozona	Mundo
De corrección de mercados a crisis subprime (marzo/octubre 2007)	-0,6	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0
De crisis subprime a crisis de solvencia (octubre 2007/abril 2008)	-1,1	-0,5	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3
De crisis de solvencia a crisis crediticia (abril/noviembre 2008)	0,0	-0,3	-0,2	-2,7	-1,9	-2,0

Fuente: Elaboración propia a partir de predicciones de *Consensus Forecast* en las fechas indicadas. Dado que sus predicciones sólo se refieren al año en curso y el siguiente, las predicciones en 2007 para 2009 son de estimación propia para marzo (en octubre se dispone de una predicción consensus de largo plazo para EE.UU. y Eurozona).

CEPREDE Noviembre 2008

Las opiniones sobre duración y profundidad de la presente crisis son muy diversas, mostrando más la ignorancia generalizada que apuestas en firme sobre futuro.

Una posición muy crítica con el pasado inmediato pero esperanzada para un futuro más allá de 2008 es la mantenida por George Soros. En su último libro (cerrado hace unos meses), *The new paradigm for financial markets. The credit crisis of 2008 and what it means*, pronostica que a pesar de la fuerte contracción del crédito y la recesión inevitable de EE.UU., “no hay razón todavía para esperar una recesión global”. Su razonamiento parte de que las fases de aceleración y formación de burbujas son amplias y se siguen de una caída brusca y corta en el tiempo. De acuerdo con sus ideas, la “*reflexivity*” (como denomina a la circularidad entre percepciones de los participantes y la realidad misma que observan y sirve de base a sus decisiones) amplifica la formación de burbujas durante tiempo pero también corrige rápidamente cuando se desencadena el proceso de ruptura. De esta forma, la recesión de EE.UU. no tendrá tiempo de difundirse por otras zonas en fuerte expansión y, en particular, por China, India y los países productores de petróleo.

En el extremo contrario en *The Economist* se ha difundido la versión de que “la experiencia en otros países muestra que fuertes caídas en los precios de activos frecuentemente conducen a caídas que se mantienen durante varios años”, incluso durante una década como el estancamiento que viene sufriendo la economía japonesa (*Lessons from a «lost decade»*, *The Economist* 23/8/08).

El *National Bureau of Economic Research* (NBER) ha realizado una revisión de crisis económicas desde 1870 (152 crisis en 36 países) y concluye que la probabilidad de una recesión acusada (que mide por una caída de la renta o el consumo de más del 10% en un año) es del orden del 3,5%.

Otros estudios apuntan a que una fase crónica de desaceleración e incluso caída del PIB puede prolongarse durante siete años (también utilizando patrones históricos) con caídas y recuperaciones diversas durante este periodo (*double* ó *triple dip*).

La apuesta más generalizada en estos momentos es la de superar (a escala mundial) el bache actual a lo largo de 2009 y reanudar patrones habituales de crecimiento a partir de 2010. Esta es, por ejemplo, la perspectiva del FMI, proyecto LINK o Consensus Forecast.

A pesar de que consideramos que existe un optimismo exagerado en cuanto a la resistencia de las economías emergentes a un contagio de la crisis financiera y sus efectos sobre la economía real, creemos que hay ciertos fundamentos para apostar por esa recuperación a partir de 2010. Entre ellos: 1) la fuerte corrección ya realizada en los mercados financieros a ritmos de record histórico; 2) una elevada volatilidad en bolsas de valores y otros mercados financieros que sólo puede tender a remitir en pocos trimestres dados los niveles alcanzados; 3) cambio de tendencia en los mercados del petróleo y otras materias primas, revertiendo procesos previos de tensiones inflacionistas.

Distinto es el caso de la economía mundial en 2009 en que se recogerán los efectos en cadena sobre las empresas no-financieras y los problemas de destrucción de empleo, con la correspondiente caída en inversión, renta familiar disponible y consumo, al menos en las economías desarrolladas.

Un problema importante a considerar es el posible mantenimiento de fuertes índices de volatilidad que están llevando a inversores institucionales a largo plazo (fondos de inversión y de pensiones) a desprenderse automáticamente de ciertas inversiones financieras para mantener ratios de prudencia comprometidos.

Es habitual tener unos límites prefijados del valor en Riesgo (VaR), que es la estimación de la pérdida máxima que puede tener la posición de una cartera en un horizonte determinado. Mayor volatilidad implica desprenderse de activos para reducir el capital expuesto al riesgo.

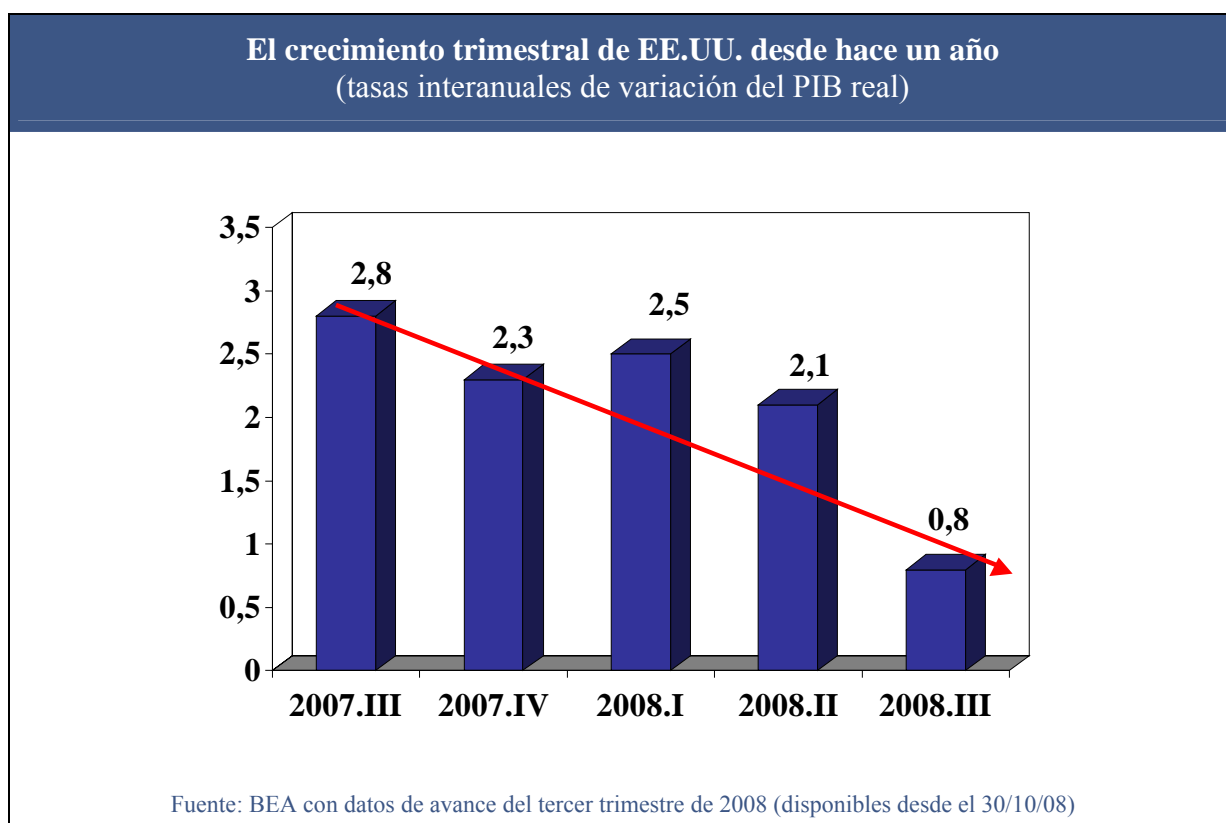
#### 4. Previsible fase de recesión en EE.UU. durante 2009

La desaceleración económica de EE.UU. en el año en curso como consecuencia de los efectos en cadena de la actual crisis financiera, parece que van a llevar al estancamiento en 2009 con algunos trimestres incluso de crecimiento negativo.

EE.UU., como origen del foco inicial de “toxicidad” financiera, ha sufrido con especial crudeza los efectos de la actual crisis sobre su economía.

El ritmo de crecimiento se ha ido reduciendo, desde hace un año, trimestre a trimestre marcando una tendencia de desaceleración (gráficos 4.1 y 4.2).

**Gráfico 4.1**



CEPREDE Noviembre 2008

La composición para los últimos trimestres de esa desaceleración, por los principales componentes del PIB se incluye en el cuadro 4.1

Cuadro 4.1

**Evolución de la economía de EE.UU. durante los últimos trimestres**  
(tasas de variación intertrimestral, desestacionalizadas y anualizadas, en dólares constantes)

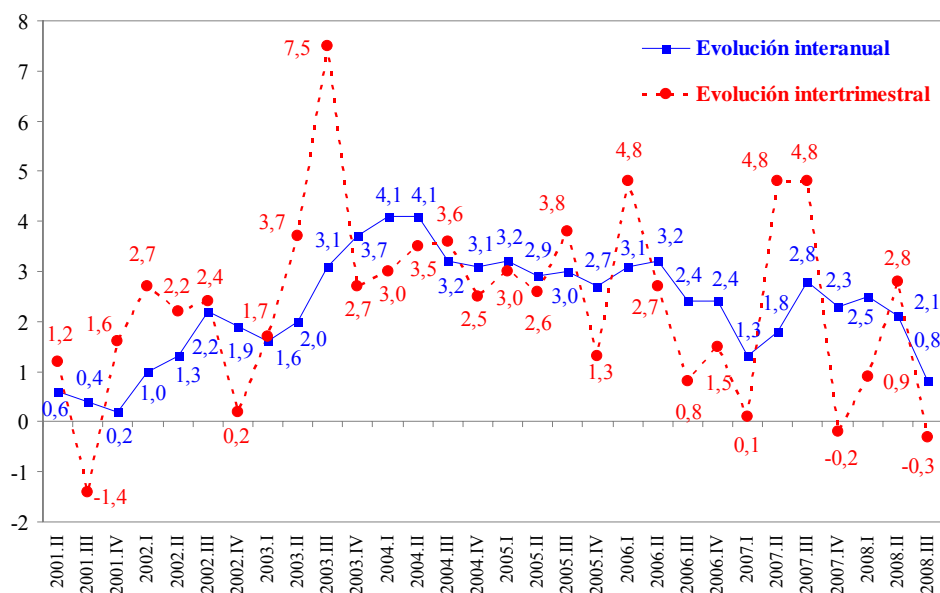
	2006 III	2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III
<i>Consumo personal</i>	2,2	3,7	3,9	2,0	2,0	1,0	0,9	1,2	-3,1
Bienes duraderos	3,5	4,2	9,2	5,0	2,3	0,4	-4,3	-2,8	-14,1
Bienes no duraderos	2,3	3,1	3,5	1,9	1,2	0,3	-0,4	3,9	-6,4
Servicios	2,0	3,9	3,1	1,4	2,4	1,4	2,4	0,7	0,6
<i>Inversión privada</i>	-5,3	-15,0	-9,6	6,2	3,5	-11,9	-5,8	-11,5	-1,9
Equipo y software	2,0	-2,4	0,0	6,9	3,6	1,0	-0,6	-5,0	-5,5
Edificación y equipamiento residencial	-21,4	-19,5	-16,2	-11,5	-20,6	-27,0	-25,1	-13,3	-19,1
Exportaciones	3,5	15,6	0,6	8,8	23,0	4,4	5,1	12,3	5,9
Importaciones	3,1	2,0	7,7	-3,7	3,0	-2,3	-0,8	-7,3	-1,9
Consumo e inversión públicos	1,7	1,6	0,9	3,9	3,8	0,8	1,9	3,9	5,8
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,3</b>

Fuente: BEA, Gross Domestic Product: Third Quarter 2008 (Advance)

CEPREDE Noviembre 2008

Gráfico 4.2

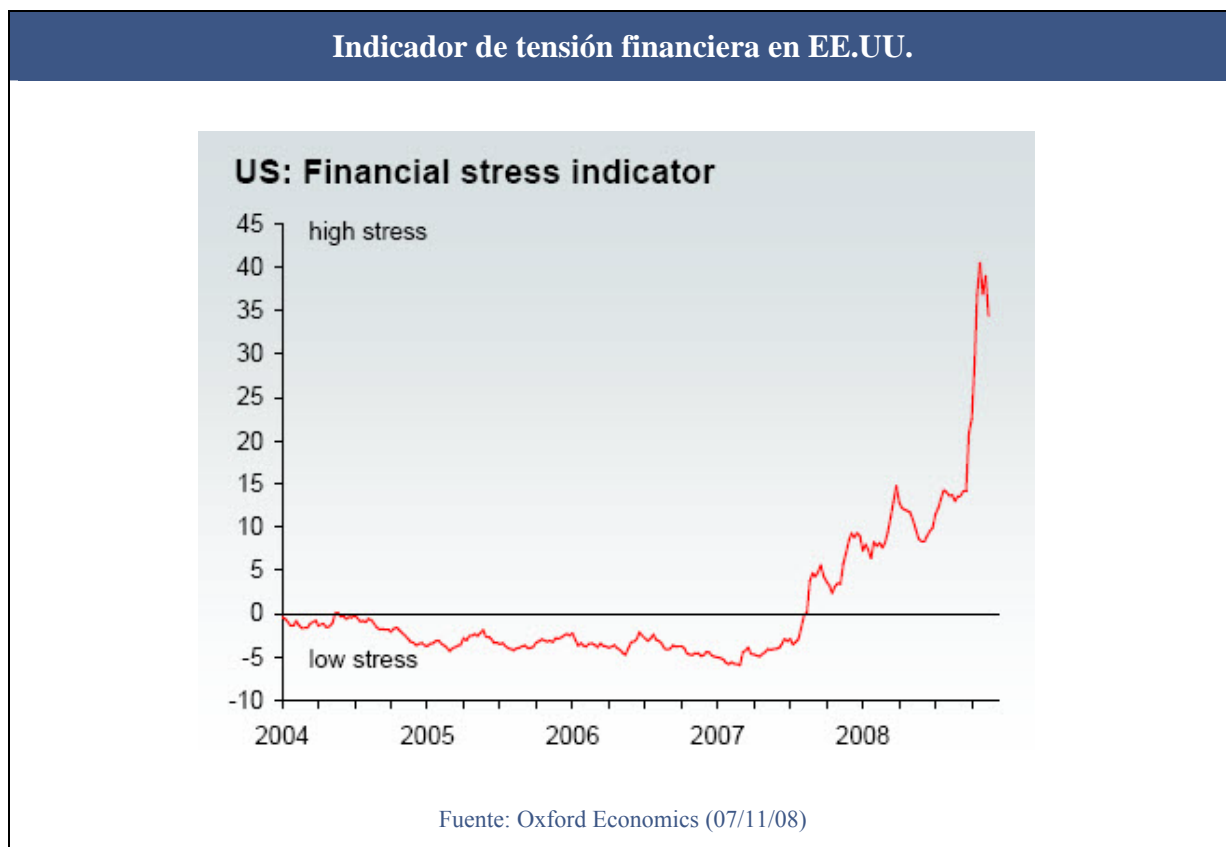
**Crecimiento del PIB real en EE.UU.**



Fuente: BEA, Gross Domestic Product: Third Quarter 2008 (Advance).

CEPREDE Noviembre 2008

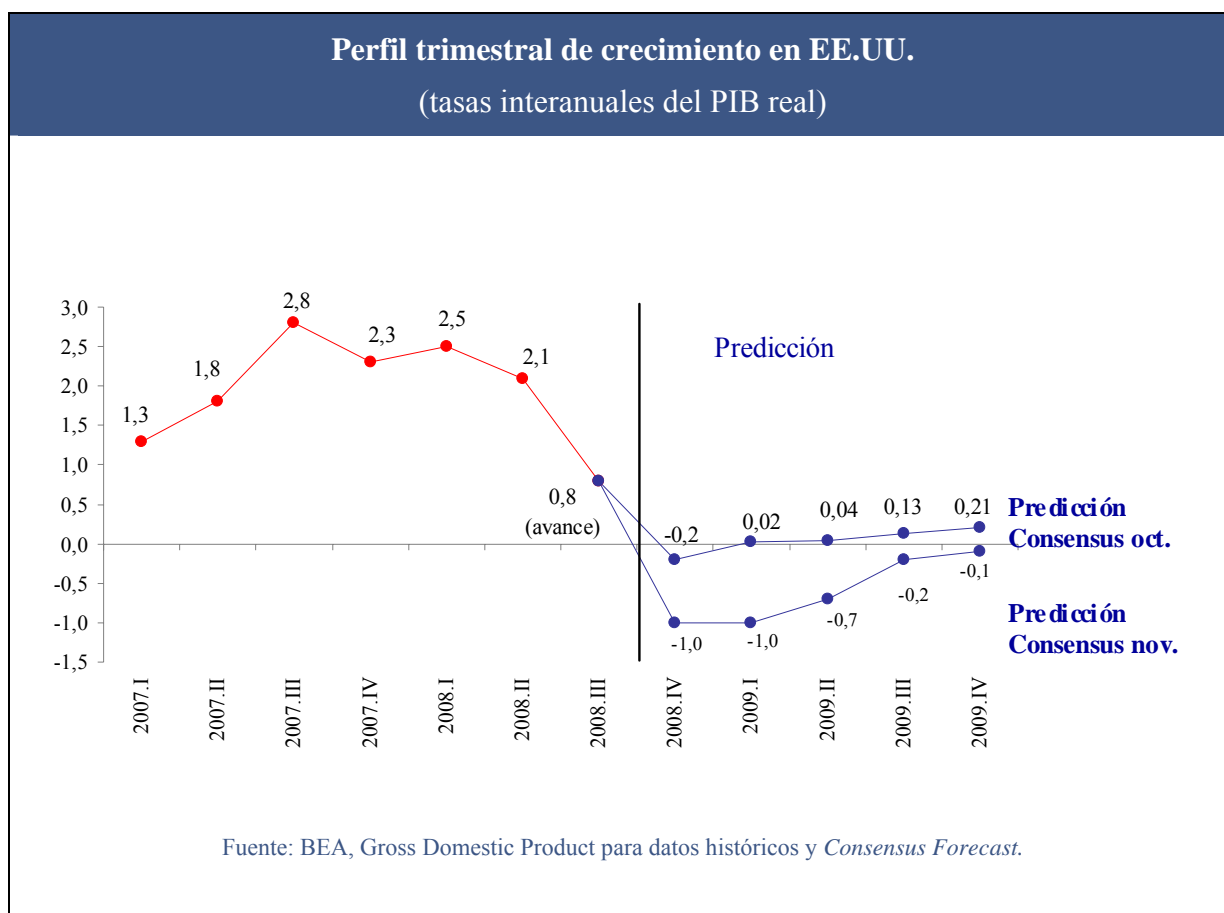
El indicador de tensión financiera que elabora Oxford Economics para EE.UU. (*Financial Stress Indicator*) recoge la brutal elevación que está sufriendo el sistema financiero de este país. Se trata de un índice compuesto que incluye diferenciales de tipos de interés, volatilidad en cotizaciones e impagados (gráfico 4.3) y en solo el último trimestre se ha más que triplicado.

**Gráfico 4.3**

*CEPREDE Noviembre 2008*

A corto plazo, esta situación puede llevar a crecimientos muy bajos de la economía norteamericana e incluso a tasas intertrimestrales negativas (gráfico 4.4)

Gráfico 4.4



CEPREDE Noviembre 2008

La revisión de predicciones para 2008 no está (sorprendentemente) siendo muy acusada, pero llega a dos puntos de porcentaje para el año próximo dejando un promedio anual de crecimiento negativo. En el cuadro 4.2 incluimos las revisiones del panel de *The Economist* mes a mes y en el gráfico 4.5 el perfil de revisiones de *Consensus Forecast*.

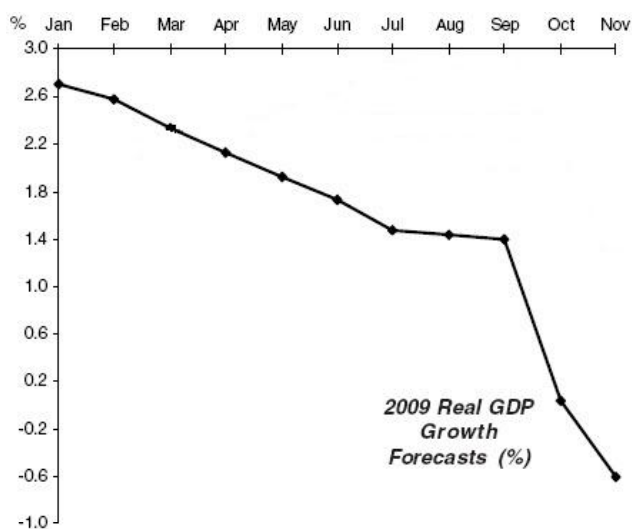
**Cuadro 4.2****Revisión de predicciones para EE.UU.**

(% variación PIB real)

Predicciones Realizadas en		Referidas a 2008		Referidas a 2009	
		Consenso	Rango min/máx	Consenso	Rango min/máx
2007	Octubre	2,2	1,3/2,6		
	Noviembre	2,1	1,2/2,6		
	Diciembre	2,0	1,2/2,4		
2008	Enero	1,8	0,8/2,3	2,6	1,9/3,1
	Febrero	1,6	0,8/2,2	2,5	1,8/3,1
	Marzo	1,5	0,8/2,2	2,2	1,3/3,0
	Abril	1,2	0,8/2,2	1,7	0,9/2,6
	Mayo	1,1	0,8/1,5	1,7	1,2/2,6
	Junio	1,2	0,8/1,7	1,5	1,1/2,5
	Julio	1,4	0,8/2,1	1,3	0,7/2,1
	Agosto	1,5	0,8/2,1	1,2	0,7/2,1
	Septiembre	1,6	1,2/2,1	1,3	0,6/2,1
	Octubre	1,6	1,3/2,0	0,6	-0,5/1,8
	Noviembre	1,4	1,1/2,0	-0,2	-1,0/1,8

Fuente: Elaboración propia a partir de *The Economist poll of forecasters*.

CEPREDE Noviembre 2008

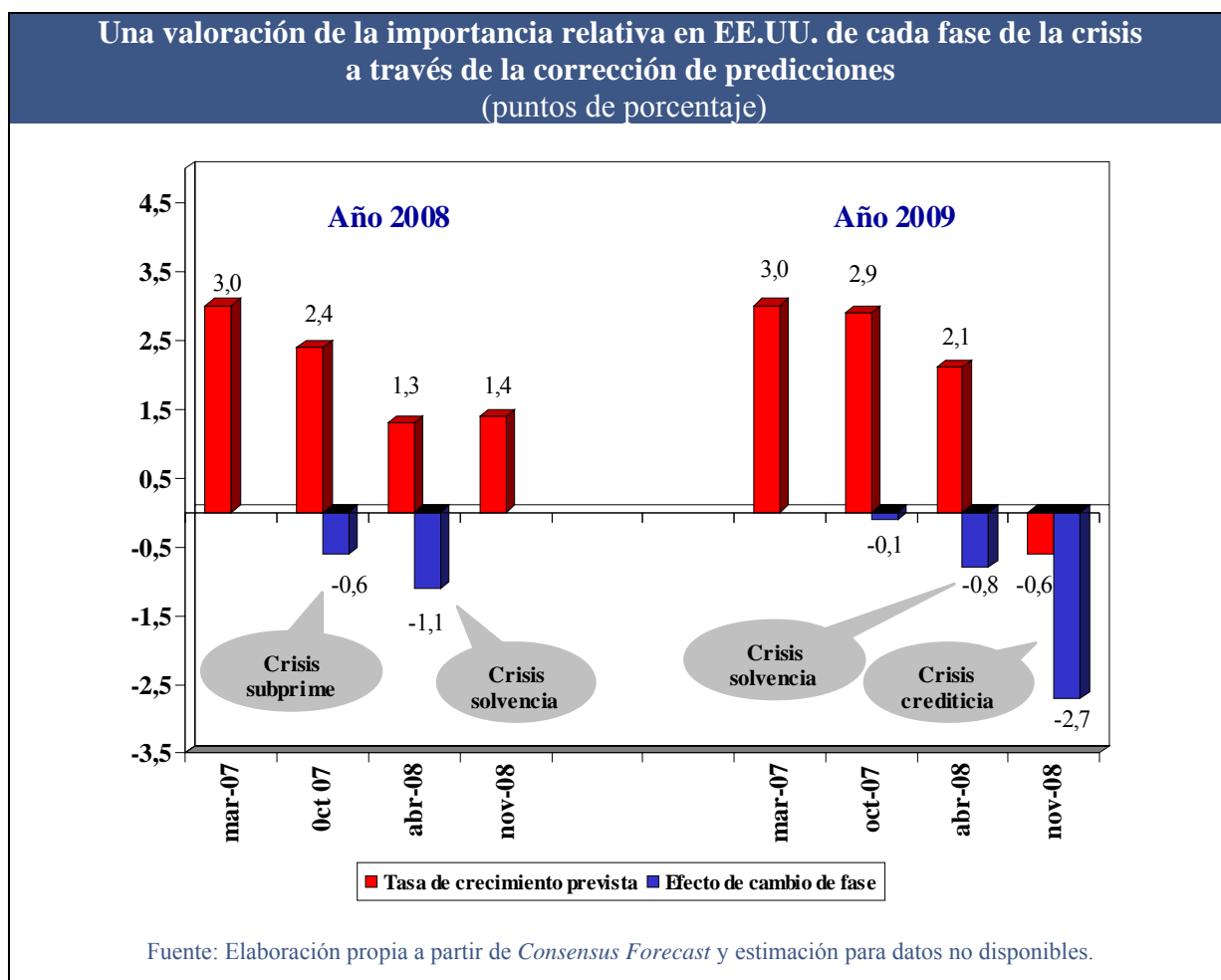
**Gráfico 4.5****Predicciones de crecimiento del PIB real para EE.UU. en 2009 según el mes de realización**Fuente: *Consensus Forecast*.

CEPREDE Noviembre 2008



Una valoración del coste, en términos de pérdida de puntos de crecimiento, de las diferentes fases por las que está pasando la actual crisis financiera puede deducirse de la revisión de predicciones entre diferentes fechas claves (gráfico 4.6). Según estas estimaciones, a la economía de EE.UU. la crisis subprime inicial le pudo suponer medio punto de menor crecimiento en 2008. La posterior etapa de insolvencias de instituciones financieras pudo añadir un punto de menor crecimiento sobre lo inicialmente previsto para el año en curso, efecto que casi se traslada al año 2009. Pero el impacto más relevante puede ser la reducción para 2009 de unas tasas de elevación del PIB real del orden del 2%, a una situación de recesión de la economía como consecuencia de la nueva fase de crisis crediticia.

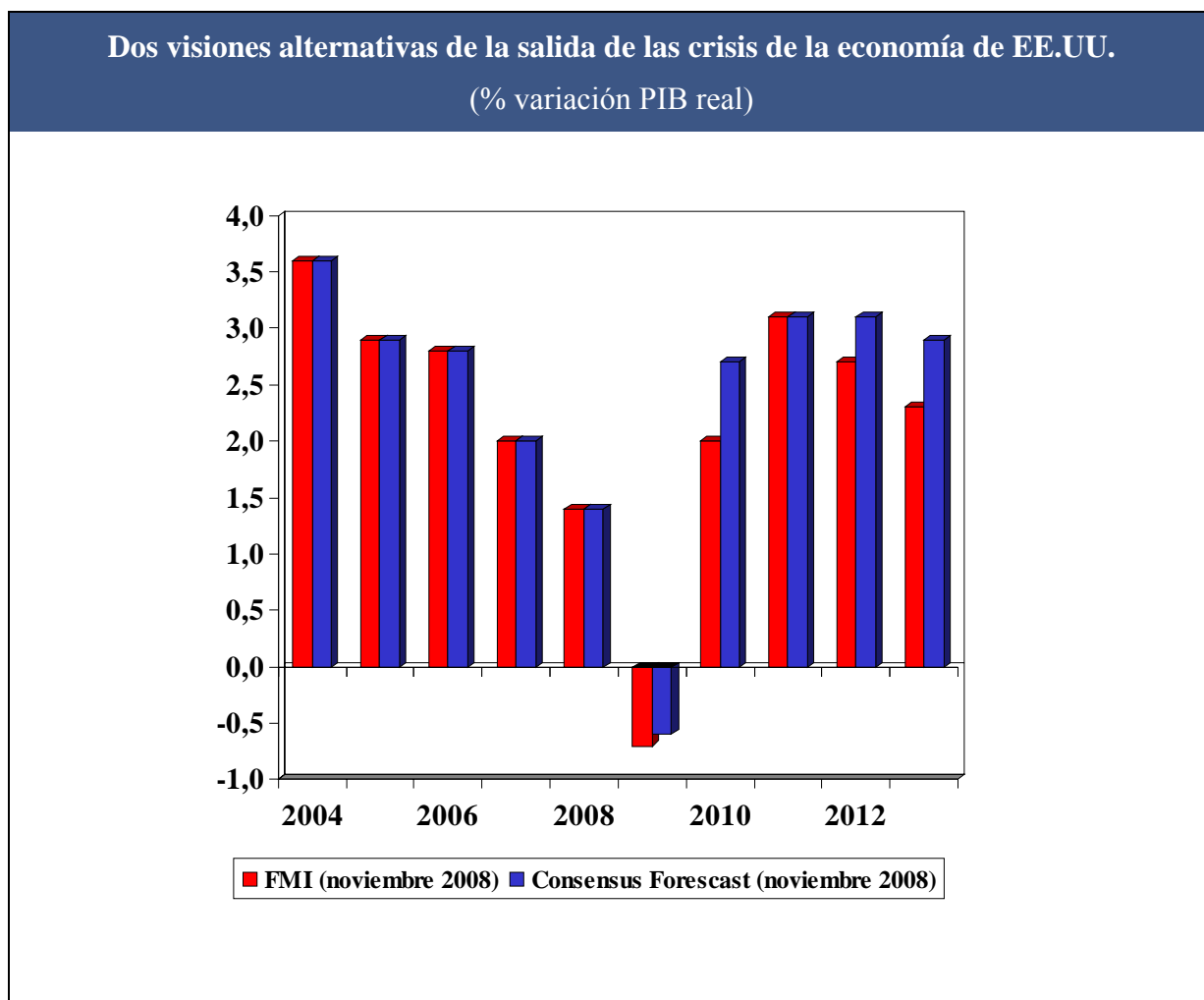
Gráfico 4.6



CEPREDE Noviembre 2008

Respecto a la salida de la crisis, la opinión más generalmente aceptada es que el parón económico de 2009 puede seguirse de una fuerte recuperación en 2010 (gráfico 4.7).

**Gráfico 4.7**



CEPREDE Noviembre 2008

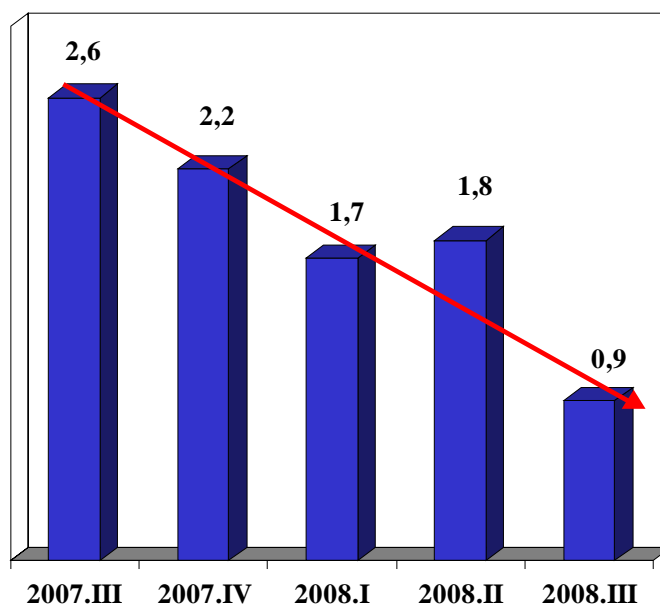
## 5. Los países de la Eurozona en crisis generalizada con recuperación a partir de 2010

Se repiten los patrones de comportamiento destacados para EE.UU. con una demora de uno o dos trimestres y una salida de la crisis menos dinámica en la eurozona que puede suponer un diferencial del orden de un punto de porcentaje en el periodo 2010-2013.

La caída de ritmo de crecimiento en la UE en general o en la Eurozona, más homogénea en su composición, es similar al ya descrito para EE.UU. Las previsiones de octubre de la propia Comisión Europea para el tercer trimestre (dato aún no disponible) apuntan hacia algunas décimas por debajo del 1% en tasa interanual, compatible con un estancamiento del PIB (crecimiento cero) en ese trimestre respecto al anterior (gráfico 5.1)

**Gráfico 5.1**

**El crecimiento trimestral en la Eurozona desde hace un año**  
(tasas interanuales)

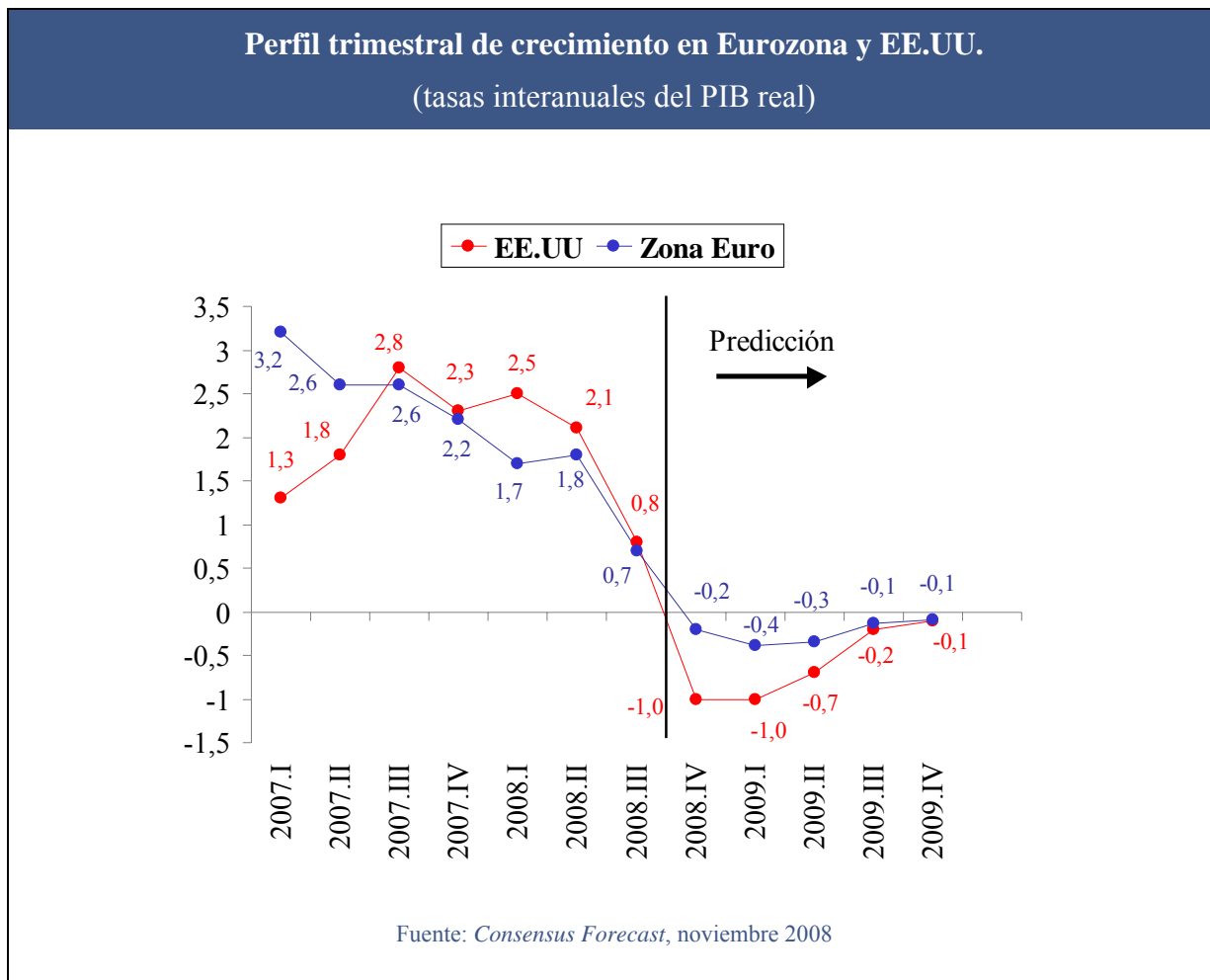


Fuente: Eurostat. Para 2008 III, predicción Comisión Europea, octubre 2008.

CEPREDE Noviembre 2008

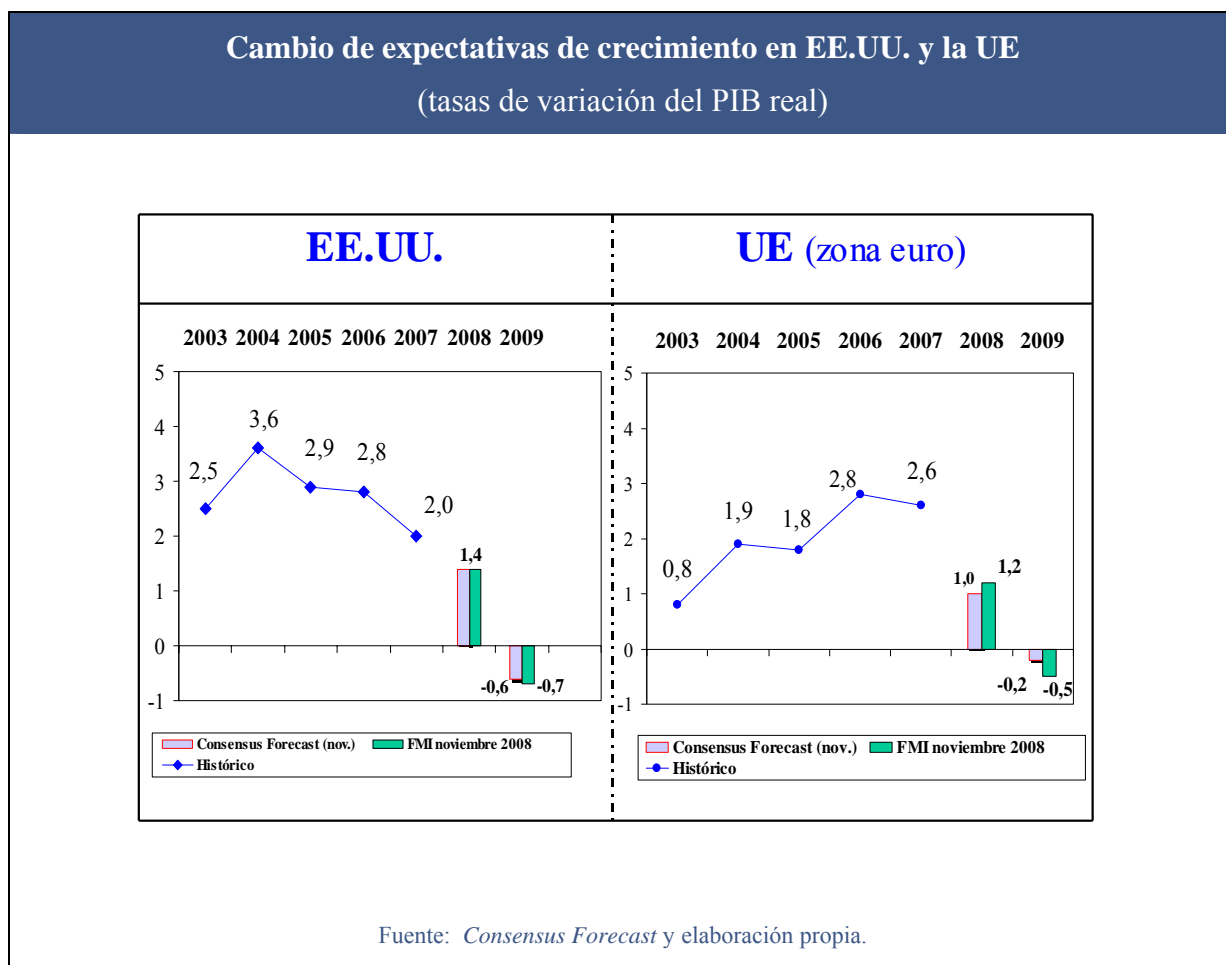
Las predicciones para 2009 apuntan a crecimientos interanuales con un promedio anual negativo de dos décimas de punto de porcentaje y una muy suave recuperación hacia finales de año (gráficos 5.2 y 5.3).

**Gráfico 5.2**



CEPREDE Noviembre 2008

Gráfico 5.3



CEPREDE Noviembre 2008

Por países, para el bienio 2008-2009 la mayor parte de los países de la UE-15 se prevé que estén en una situación de crisis, es decir con tasas de incremento del PIB entre cero y 1,5% (cuadros 5.1 y 5.2 para mayor detalle relativo a los países de mayor peso). Las predicciones de consenso de noviembre apuntan a que España se sitúe en ese grupo de países en situación de crisis, con claro estancamiento en 2009.

## Cuadro 5.1

**Clasificación de los países de la UE según su dinámica actual de crecimiento del PIB  
(tasas previstas de variación real del PIB en promedio 2008-2009)**

Expansión (≥ 3%)	Mantenimiento (2,1-2,9%)	Debilidad (1,5-2%)	Crisis (0-1,5%)	Recesión (tasas negativas)
Países Ampliación	Grecia	Finlandia	Austria	Irlanda
			Bélgica	Italia
			Holanda	
			Suecia	
			Alemania	
			España	
			Francia	
			Reino Unido	
			Dinamarca	
			Portugal	

Fuente: Elaboración propia a partir de *Consensus Forecast*, noviembre 2008.

CEPREDE Noviembre 2008

## Cuadro 5.2

**Perspectivas 2008-2009 para las economías europeas de mayor peso  
(% variación PIB real)**

País	2007	2008		2009	
	Dato final	Tasa (intervalo)	Situación (% acuerdo)	Tasa (intervalo)	Situación (% acuerdo)
Alemania	2,6	1,7 (1,2/1,9)	Debilidad (76% ↑)	-0,4 (-2,0/1,0)	Recesión (66% ↑)
Reino Unido	3,0	0,9 (0,6/1,1)	Crisis (75% ↓)	-0,9 (-2,1/0,3)	Recesión (61% ↓)
Francia	2,2	0,8 (0,7/0,9)	Crisis (70% ↓)	-0,1 (-0,8/0,7)	Recesión (55% ↑)
Italia	1,4	-0,1 (-0,2/0,0)	Recesión (88% ↓)	-0,5 (-1,1/0,2)	Recesión (63% ↓)
<b>España</b>	<b>3,7</b>	<b>1,3</b> (0,9/1,5)	<b>Crisis</b> (77% ↓)	<b>-0,5</b> (-1,7/1,0)	<b>Recesión</b> (72% ↓)
Holanda	3,5	2,0 (1,0/2,3)	Debilidad (88% ↑)	0,2 (-1,2/1,3)	Crisis (55% ↓)
Suecia	2,6	1,2 (0,7/1,7)	Debilidad (65% ↓)	0,4 (-0,5/1,4)	Debilidad (59% ↑)
<b>Zona Euro</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b> (0,9/1,2)	<b>Crisis</b> (93% ↑)	<b>-0,2</b> (-1,4/0,9)	<b>Recesión</b> (57% ↓)

Denominación utilizada según tasas de variación: recesión (tasas negativas), crisis (0-1,5%), debilidad (1,5-2%), mantenimiento (2,1-2,9%), expansión (≥ 3%).

\* Estimación

Fuente: Elaboración propia a partir de *Consensus Forecast*, noviembre 2008. Para 2007 dato oficial Eurostat

CEPREDE Noviembre 2008

La revisión a la baja de las tasas de crecimiento del PIB ha sido general en todos los países de la Eurozona. En un año se han reducido al orden de la mitad para el año en curso y en tres cuartas partes para 2009 (cuadro 5.4 y gráfico 5.3).

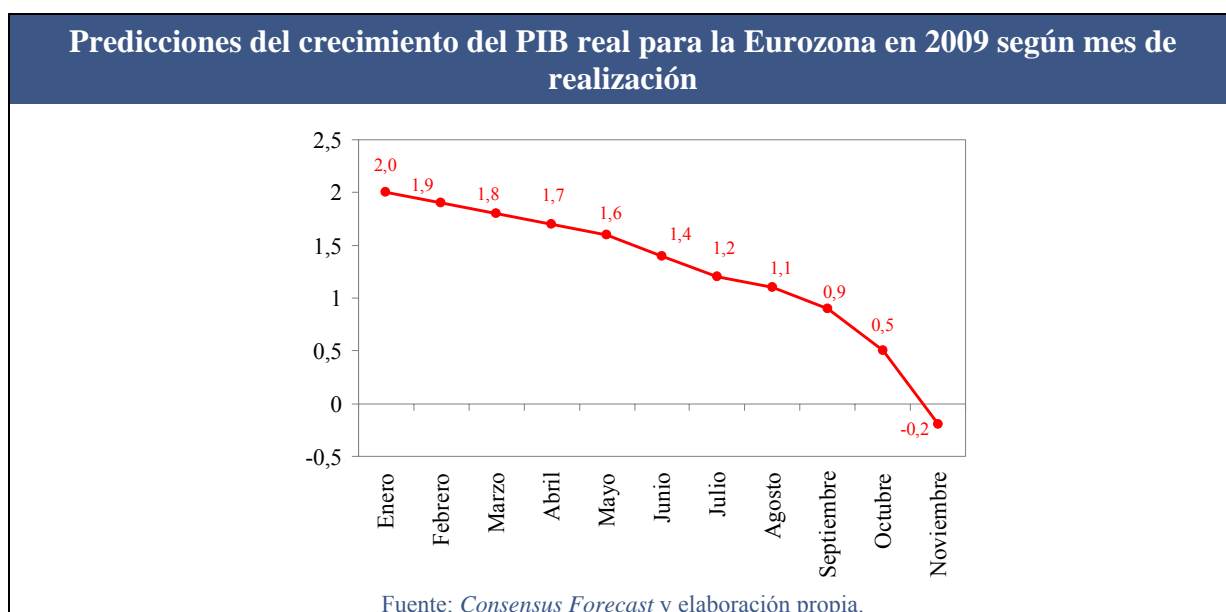
Cuadro 5.3

Revisión de predicciones de crecimiento para el Área euro (% variación PIB real)					
Predicciones Realizadas en		Referidas a 2008		Referidas a 2009	
		Consenso	Rango min/máx	Consenso	Rango min/máx
2007	Octubre	2,1	1,7/2,3		
	Noviembre	2,0	1,7/2,2		
	Diciembre	1,9	1,5/2,4		
2008	Enero	1,8	1,3/2,4	2,0	1,7/2,3
	Febrero	1,8	1,3/2,4	1,9	1,3/2,3
	Marzo	1,7	1,3/2,6	1,8	1,3/2,3
	Abril	1,6	1,1/2,6	1,6	1,1/2,2
	Mayo	1,6	1,4/2,2	1,5	1,1/2,0
	Junio	1,7	1,4/2,3	1,5	1,1/2,2
	Julio	1,7	1,5/1,9	1,3	1,0/1,7
	Agosto	1,6	1,3/1,9	1,2	0,7/1,7
	Septiembre	1,3	1,2/1,6	0,9	0,1/1,3
	Octubre	1,2	1,0/1,4	0,6	-0,2/1,2
	Noviembre	1,1	0,9/1,3	-0,1	-1,4/1,0

Fuente: Elaboración propia a partir de *The Economist*.

CEPREDE Noviembre 2008

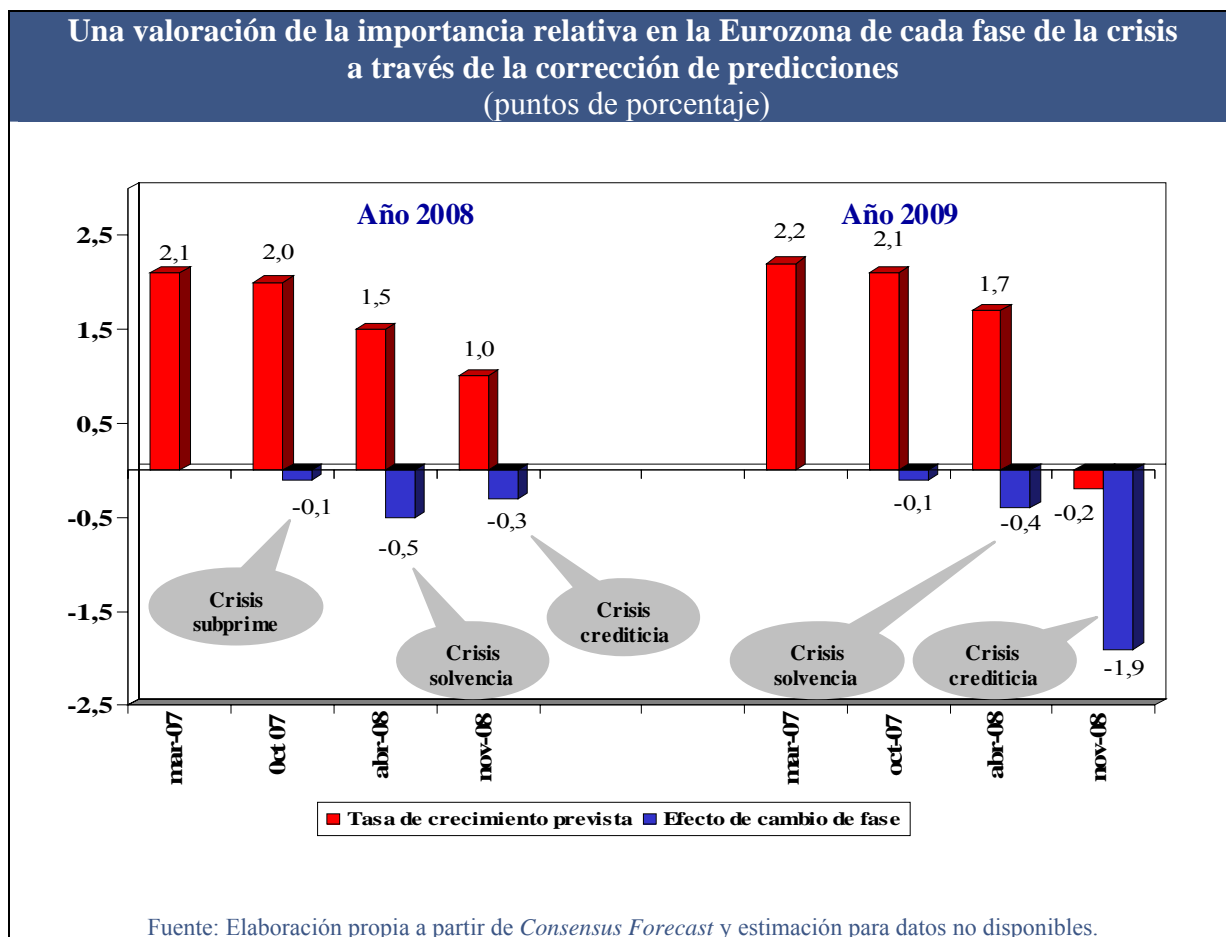
Gráfico 5.4



CEPREDE Noviembre 2008

En forma similar a como hemos hecho en el caso del conjunto de la economía mundial y de EE.UU., también hemos valorado el posible efecto de las diferentes fases de la crisis financiera en el caso de la Eurozona (gráfico 5.5).

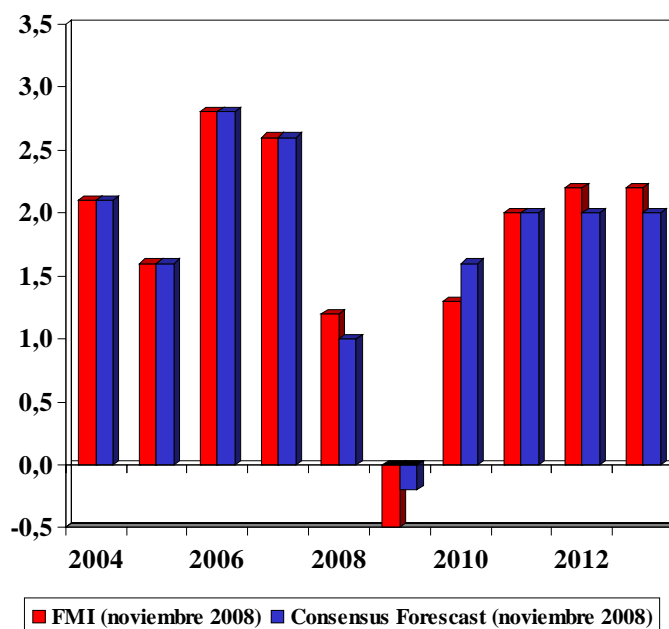
Gráfico 5.5



Por último, en este apartado dedicado a la UE, incluimos una visión a largo plazo. Como en el caso de EE.UU. se espera una recuperación a partir de 2010. La diferencia es que las predicciones apuntan a un proceso más lento en la recuperación de ritmos, situándose la UE en 2010-2013 en el orden de un punto de menor crecimiento con relación a EE.UU. (gráfico 5.6).



Gráfico 5.6

**Dos visiones alternativas de la salida de la crisis de la economía de la Eurozona**  
(% variación PIB real)Fuente: *Consensus Forecast* y elaboración propia.

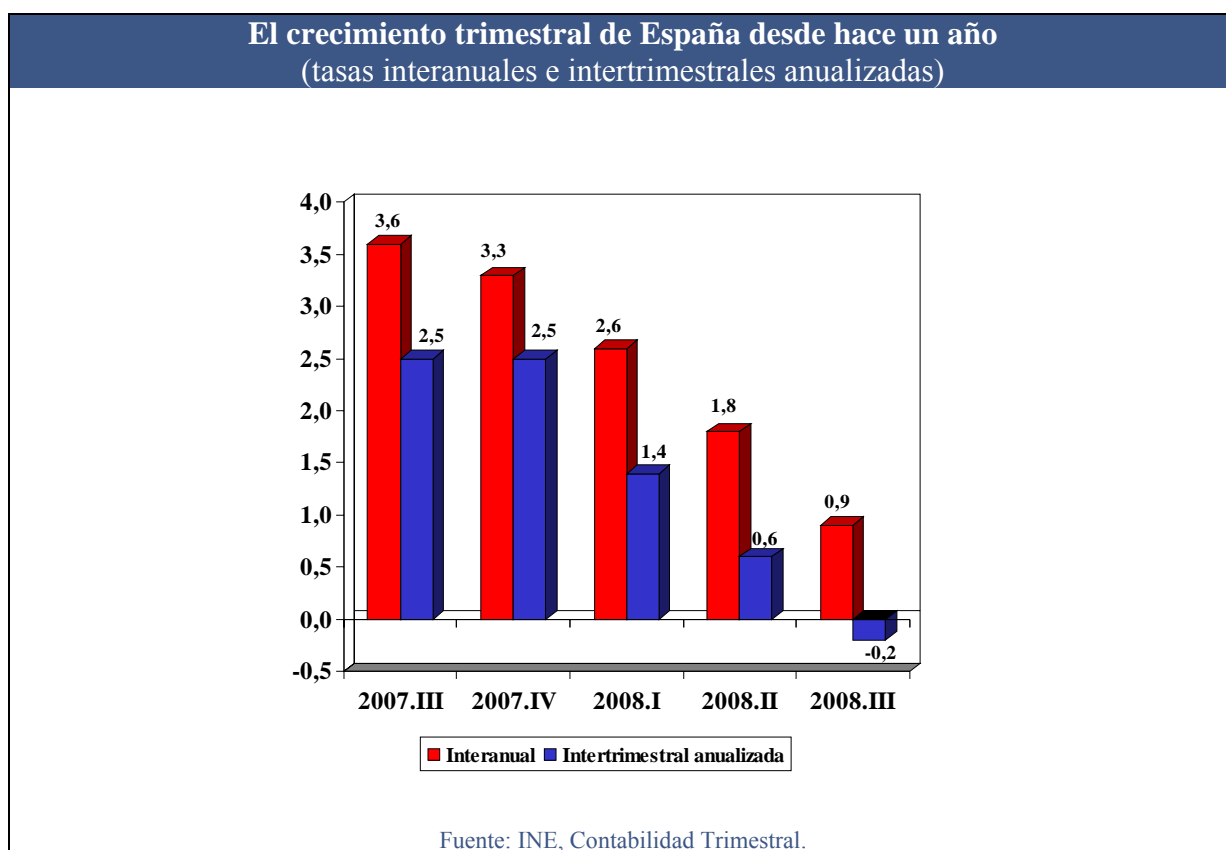
CEPREDE Noviembre 2008

## 6. Datos y opiniones de expertos coinciden en la fuerte desaceleración de la economía española

Crecimiento nulo y primeros signos de posible recesión. Como veníamos adelantando en informes anteriores se ha acabado el diferencial positivo de crecimiento respecto al conjunto de la UE. Ahora nos enfrentamos con un posible diferencial negativo y con el efecto psicológico de la caída en un año desde tasas propias de una expansión económica a una crisis profunda.

El coste de la crisis en términos de reducción del crecimiento ha sido muy alto. En sólo un año hemos pasado de la expansión a la crisis bordeando la recesión (gráfico 6.1).

**Gráfico 6.1**



CEPREDE Noviembre 2008

Aunque actualmente los ritmos de crecimiento se estima que son muy similares en EE.UU., conjunto de la Eurozona y España, el impacto psicológico y de cambio de expectativas ha sido sensiblemente más elevado. Nuestra economía ha perdido el diferencial

positivo (casi un 40% más que el promedio de la Eurozona hace un año) y hoy día crece sólo una cuarta parte de lo que hacía hace cuatro trimestres (cuadro 6.1).

**Cuadro 6.1**

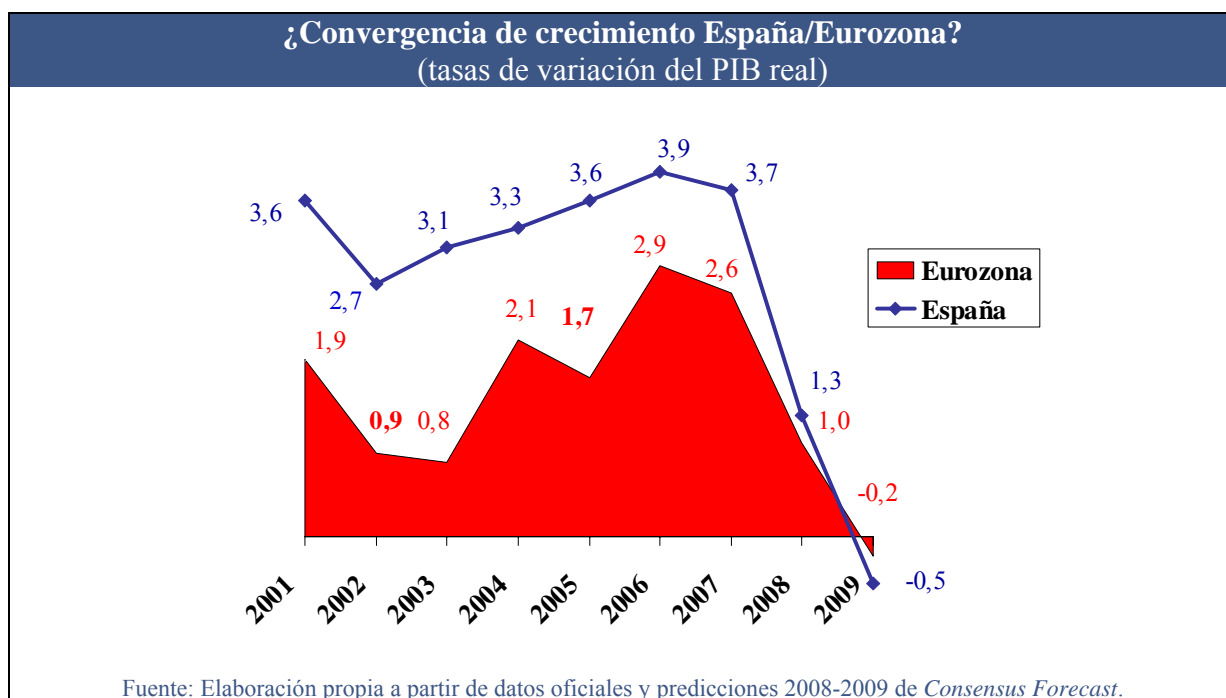
<b>La desaceleración comparada de EE.UU., Eurozona y España</b> (tasas de variación interanual del PIB real)			
	EE.UU.	Eurozona	España
Ritmo hace un año	2,8	2,6	3,6
Ritmo actual	0,8	0,9	0,9
Reducción de ritmo (p.p.)	-2,0	-1,7	-2,7
Porcentaje reducción	71%	65%	75%

Fuente: Elaboración propia con datos oficiales BEA, Eurostat e INE.

CEPREDE Noviembre 2008

Tal como hemos venido anticipando en informes anteriores de *Perspectivas* se ha esfumado el diferencial positivo que la economía española ha mantenido durante más de 10 años respecto al conjunto de la UE o los países de la zona euro. La novedad es que el punto de encuentro se ha producido antes (en 2008 y no en 2009) y que el diferencial pasa a ser negativo para el próximo año, según el consenso de predicciones disponibles (gráfico 6.2 y cuadro 6.2).

Gráfico 6.2



CEPREDE Noviembre 2008

Cuadro 6.2

**Cambios en las predicciones de consenso para España y diferencial respecto al conjunto de la UE-25**  
(tasas de variación del PIB real)

Predicciones Realizadas en	Para 2008		Para 2009		
	España	Diferencia con UE	España	Diferencia con UE	
2007	Octubre	2,8	+0,5	--	--
	Noviembre	2,7	+0,4	--	--
	Diciembre	2,6	+0,4	--	--
2008	Enero	2,6	+0,5	2,4	+0,5
	Febrero	2,5	+0,5	2,2	+0,1
	Marzo	2,4	+0,5	2,2	+0,2
	Abril	2,3	+0,4	1,9	0,0
	Mayo	2,1	+0,2	1,7	-0,1
	Junio	1,9	0,0	1,5	-0,2
	Julio	1,6	-0,2	1,1	-0,3
	Agosto	1,4	-0,4	0,9	-0,5
	Septiembre	1,4	-0,2	0,5	-0,6
	Octubre	1,3	-0,1	0,1	-0,5
	Noviembre	1,3	0,0	-0,5	-0,5

Fuente: *Consensus Forecast* y elaboración propia..

CEPREDE Noviembre 2008

Durante los últimos 30 años, España ha venido incrementando su PIB real en una media anual del 2,5%, más de medio punto de porcentaje por encima del promedio de la UE. Desde 1980 prácticamente siempre nuestra economía ha crecido por encima de la de la UE y ahora cambian las expectativas a corto plazo hacia un menor ritmo comparativo.

**Cuadro 6.3**

**Comparativa de crecimiento en los últimos 30 años**  
(entre paréntesis tasa de variación media anual del PIB real)

	Mundo	EE.UU.	U.E.	España
1980-83	Debilidad (2,0)	Crisis (1,2)	Crisis (0,8)	Crisis (0,9)
1984-89	Expansión (3,9)	Expansión (4,3)	Expansión (3,0)	Expansión (3,9)
1990-93	Desaceleración (2,1)	Debilidad (1,9)	Crisis (0,9)	Debilidad (1,5)
1994-00	Expansión (3,6)	Expansión (3,9)	Aceleración (2,9)	Expansión (3,9)
2001-03	Mantenimiento (2,9)	Debilidad (1,6)	Debilidad (1,7)	Expansión (3,1)
2004-07	Expansión (4,9)	Mantenimiento (2,8)	Mantenimiento (2,8)	Expansión (3,6)
2008-2009	Expansión (3,0)	Crisis (0,4)	Crisis (0,7)	Crisis (0,4)
Media 1980-2009	3,2	2,3	1,8	2,5

Fuente: Datos históricos y predicciones (noviembre 2008) del FMI. Elaboración propia.

CEPREDE Noviembre 2008

**7. La situación mundial y las características específicas de la economía española obligan a revisar fuertemente a la baja las predicciones 2008-2010 para la economía española.**

Las perspectivas de la economía española para 2009 e incluso principios de 2010 nos parecen hoy día sensiblemente peores que hace pocos meses. La crisis crediticia global que se inicia en septiembre-octubre puede tener efectos muy relevantes a corto plazo, con un auténtico derrumbe de las expectativas de consumidores y empresas. Nuestra economía puede estar en recesión (crecimientos negativos y destrucción de empleo) durante 2009.

En sólo seis meses hemos tenido que revisar bruscamente nuestras predicciones de la economía española, en especial las correspondientes al próximo año, que se sitúan ahora en ritmos negativos para 2009. De cumplirse estas negras expectativas pasaremos también a una destrucción neta de puestos de trabajo y a una cifra de paro que superará los tres millones de personas (cuadro 7.1).

**Cuadro 7.1**

**Predicciones Ceprede 2007-2010**

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
PIB real	3,7	1,3	-1,0	-0,1
Gasto consumo final hogares	3,5	1,2	-0,9	-0,2
FBCF	5,3	-0,5	-4,4	-2,6
Inversión en construcción	3,8	-2,7	-6,9	-4,8
Exportaciones reales b y s	4,9	3,1	2,1	3,1
Importaciones reales b y s	6,2	2,4	0,7	1,5
Empleo	3,1	0,0	-2,2	-1,2
Generación neta de empleo (miles)	608	3	-447	-239
Tasa de paro	8,3	10,8	14,4	16,7
Población en paro (miles)	1.834	2.455	3.347	3.948

Fuente: Ceprede, solución noviembre 2008. Datos INE para 2007.

CEPREDE Noviembre 2008

Si como propone The Economist (*Redefining recession*, 13/9/08) una elevación de la tasa de desempleo de más de medio punto en un año ha llevado posteriormente al NBER de EE.UU. a asignar (por otros múltiples indicadores) la condición de recesión a ese año, no hay duda de que podríamos considerar que, posiblemente, la economía estará en recesión durante 2008-2010.

Es posible que las actuales predicciones de Ceprede puedan resultar especialmente pesimistas, ya que apuntan a un deterioro en 2009 superior al previsto por los consensos de analistas (cuadro 7.2). Sin embargo, se han dado recientemente un deterioro tal de datos y expectativas que parecen avalar esta profunda revisión a la baja.

**Cuadro 7.2**

<b>Comparativa de predicciones de crecimiento para España en 2009.</b>	
<b>Positivas</b>	
Ministerio de Economía (sept.)	1,0
Consenso Funcas (sept.-oct.)	0,3 (máx. 1,0/mín. -0,6)
<b>Negativas</b>	
Comisión Europea (nov.)	-0,2
Consensus Forecast (nov.)	-0,5 (máx. 1,0/mín. -1,7)
The Economist Poll (nov.)	-0,5 (máx. 1,2/mín. -2,0)
Fondo Monetario Internacional (nov.)	-0,7
Link (oct.)	-0,9
OCDE (nov.)	-0,9
Ceprede (oct.-nov.)	-1,0
Funcas (nov.)	-1,5

Fuente: Elaboración propia a partir de la última publicación de las instituciones mencionadas.

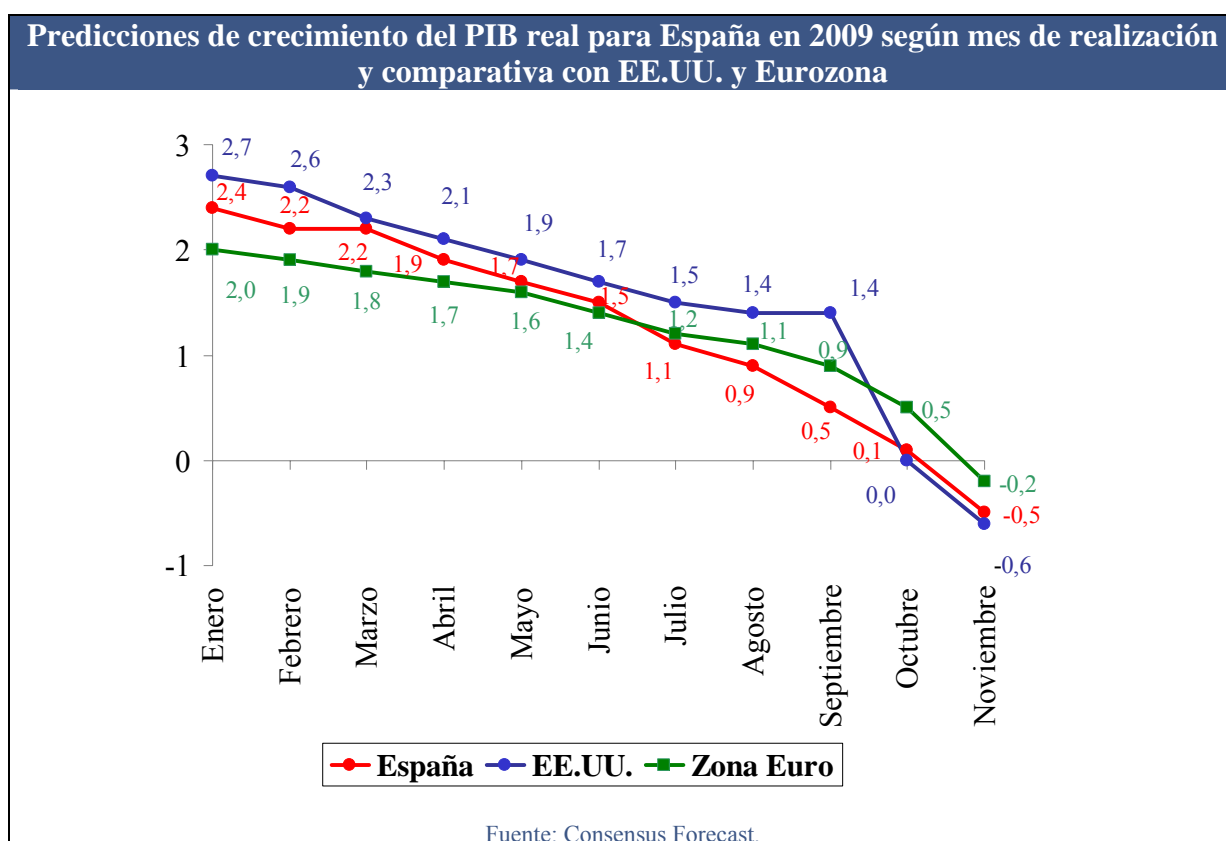
CEPREDE Noviembre 2008

Como demuestra la experiencia de los Institutos de Estadística de los más variados países, décimas de punto de mayor o menor crecimiento no son significativas y se corresponden con la limitada exactitud de nuestras herramientas de medida. Si esto es cierto a

pasado, más aún debemos admitirlo a futuro, aunque los matices puedan (y deban) tenerse en cuenta.

De lo que no hay duda es de que la caída de las predicciones de crecimiento para 2009 ha ido avanzando a lo largo del año en curso, según se conocían datos y se valoraban nuevas perturbaciones a escala global (gráfico 7.1)

**Gráfico 7.1**



CEPREDE Noviembre 2008

No sólo son datos de pasado y nuevas complicaciones en el entorno internacional. La caída de expectativas en España está siendo muy fuerte. El *Panel Sectorial de Expertos* de Ceprede adelantaba una caída en 2009 de las ventas, en términos reales, que contrasta fuertemente con el crecimiento previsto hace cinco meses (cuadro 7.3).



**Cuadro 7.3**

**Cambios en las predicciones de ventas del Panel Sectorial de Expertos de Ceprede**  
(corregidas de variaciones de precios)

	Predicciones mayo 2008	Predicciones octubre 2008	Cambio en cinco meses (puntos de porcentaje)
Bienes y servicios de Consumo familiar	1,4%	-0,5%	-1,8
Bienes y servicios de Consumo empresarial	2,7%	-0,2%	-3,0
Bienes de inversión	-1,9%	-7,7%	-5,7
<b>Total</b>	<b>1,3%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-2,8</b>

Fuente: Ceprede. Panel Sectorial de Expertos, noviembre 2008.

*CEPREDE Noviembre 2008*

Si descomponemos en sus principales fases la crisis, que se inicia ya antes del verano de 2007 por la corrección de la burbuja inmobiliaria en diversos países y del excesivo endeudamiento de las familias, vemos que la última etapa que se produce después del pasado verano con la paralización de los mercados crediticios y el derrumbe de expectativas, puede causar en 2009 del orden de medio punto de menor crecimiento respecto a la valoración de antes del verano en EE.UU. y la Eurozona, pero que estimamos de un efecto muy superior en España (cuadro 7.4 y 7.5).

## Cuadro 7.4

**Perspectivas Ceprede de crecimiento para España y el contexto de EE.UU. y Eurozona**  
 (% variación del PIB en constantes)

Fecha	Resumen de perspectivas para España	Desencadenantes	Predicciones 2008-2009					
			EE.UU.*		Zona Euro*		España **	
			2008	2009	2008	2009	2008	2009
Previo verano 2007	Desaceleración y riesgos	Burbuja inmobiliaria Exceso endeudamiento (alternativa de corrección rápida del mercado inmobiliario)	2,8(2,1/3,3)	--	2,2(1,7/2,5)	--	2,0/2,7	1,5/2,3
Después verano 2007	Mayores turbulencias	+ Morosidad subprime EE.UU. (alternativa de corrección rápida del mercado inmobiliario)	2,3(1,2/3,0)	--	2,0(1,6/2,3)	--	1,7/2,7	0,8/2,3
Previo verano 2008	Bordeando la crisis	+ Deterioro confianza + Caída valor activos + Repunte inflación	1,3(0,8/1,9)	1,9(1,5/3,3)	1,5(1,3/1,8)	1,6(1,1/2,1)	1,3/2,3	0,7/1,7
Septiembre 2008	Entre crisis y recesión	+ Escasez crediticia + Cierre o rescate instituciones financieras	1,8(1,4/2,2)	1,4(-0,2/2,7)	1,3(1,1/1,8)	0,9(0,1/1,8)	1,6	0,8
Noviembre 2008	Recesión	+Paralización mercados crediticios + Derumbe expectativas	1,4(1,3/1,5)	-0,6(-2,1/1,2)	1,0(0,9/1,2)	-0,2(-1,4/0,9)	1,3	-1,0

Fuente: \*Consensus Forecast \*\*Ceprede, básica y alternativa.

CEPREDE Noviembre 2008

## Cuadro 7.5

**Impacto estimado adicional sobre 2009 de las diferentes fases de la crisis**

	Crecimiento del PIB	Generación de empleo
<b>Burbuja inmobiliaria y morosidad</b> (previo al verano 2007)	-1,5 puntos de porcentaje (De 3,5% a 2%)	-250.000 (De 600.000 a 350.000)
<b>Crisis subprime y repunte inflación</b> (previo al verano 2008)	-1,0 puntos de porcentaje (De 2% a 1%)	-250.000 (De 350.000 a 100.000)
<b>Crisis de solvencia, crediticia y derrumbe de expectativas</b> (a partir de sept/oct.2008)	-2,0 puntos de porcentaje (De 1% a -1%)	-500.000 (De 100.000 a -400.000)

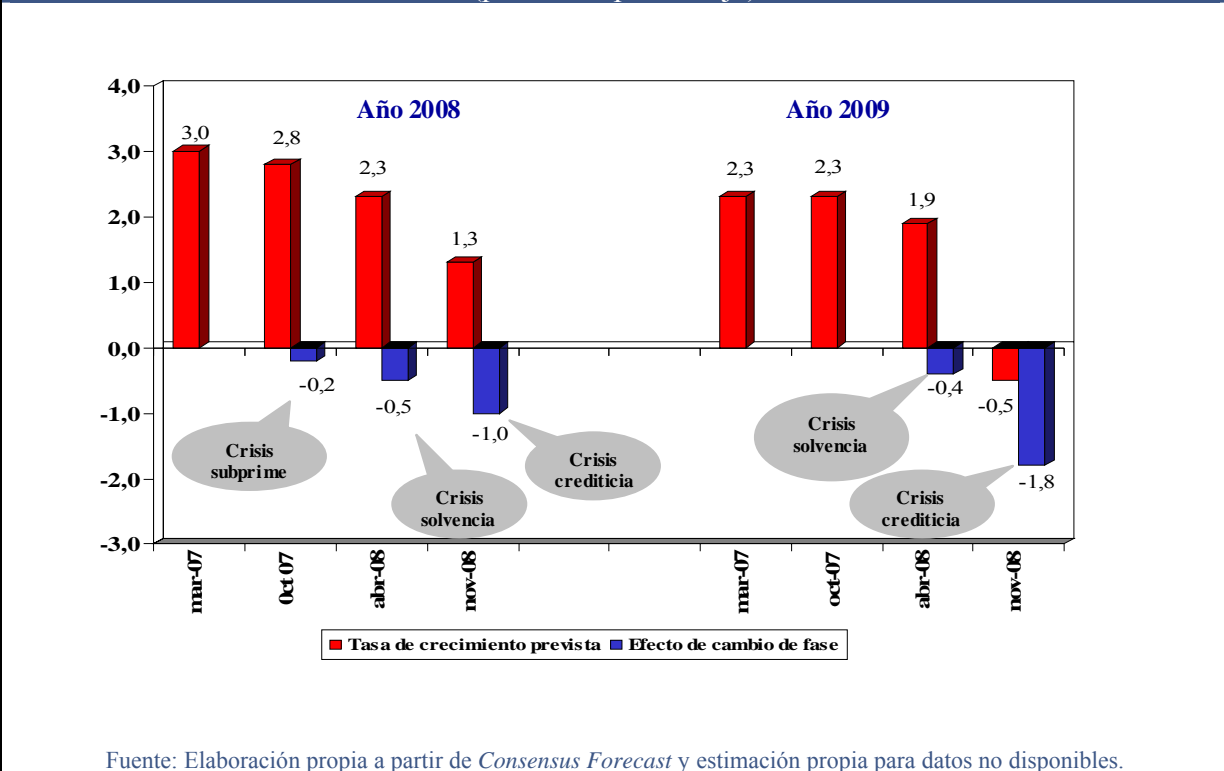
Fuente: CEPREDE. Noviembre 2008.

CEPREDE Noviembre 2008

Utilizando el consenso de predicciones se confirma la opinión generalizada sobre ese mayor impacto de la última fase de crisis crediticia en España, con relación a la Eurozona o EE.UU. (gráfico 7.2 y cuadro 7.6).

**Gráfico 7.2**

**Una valoración de la importancia relativa en España de cada fase de la crisis, a través de la corrección de predicciones sobre crecimiento (puntos de porcentaje)**



Fuente: Elaboración propia a partir de *Consensus Forecast* y estimación propia para datos no disponibles.

CEPREDE Noviembre 2008

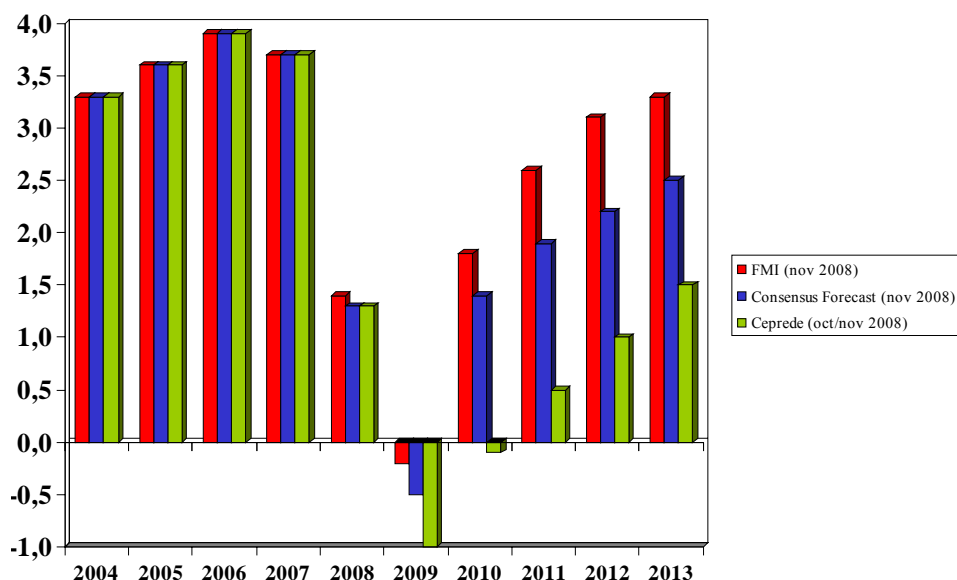
**Cuadro 7.6****Comparativa de importancia relativa de cada fase de la crisis en España, Zona Euro y EE.UU.**

	2008			2009		
	España	Zona Euro	EE.UU.	España	Zona Euro	EE.UU.
Crisis subprime	-0,2	-0,1	-0,6	--	-0,1	-0,1
Crisis solvencia	-0,5	-0,5	-1,1	-0,4	-0,4	-0,8
Crisis crediticia	-1,0	-0,3	--	-1,8	-1,9	-2,7

Fuente: Elaboración propia a partir de Consensus Forecast.

CEPREDE Noviembre 2008

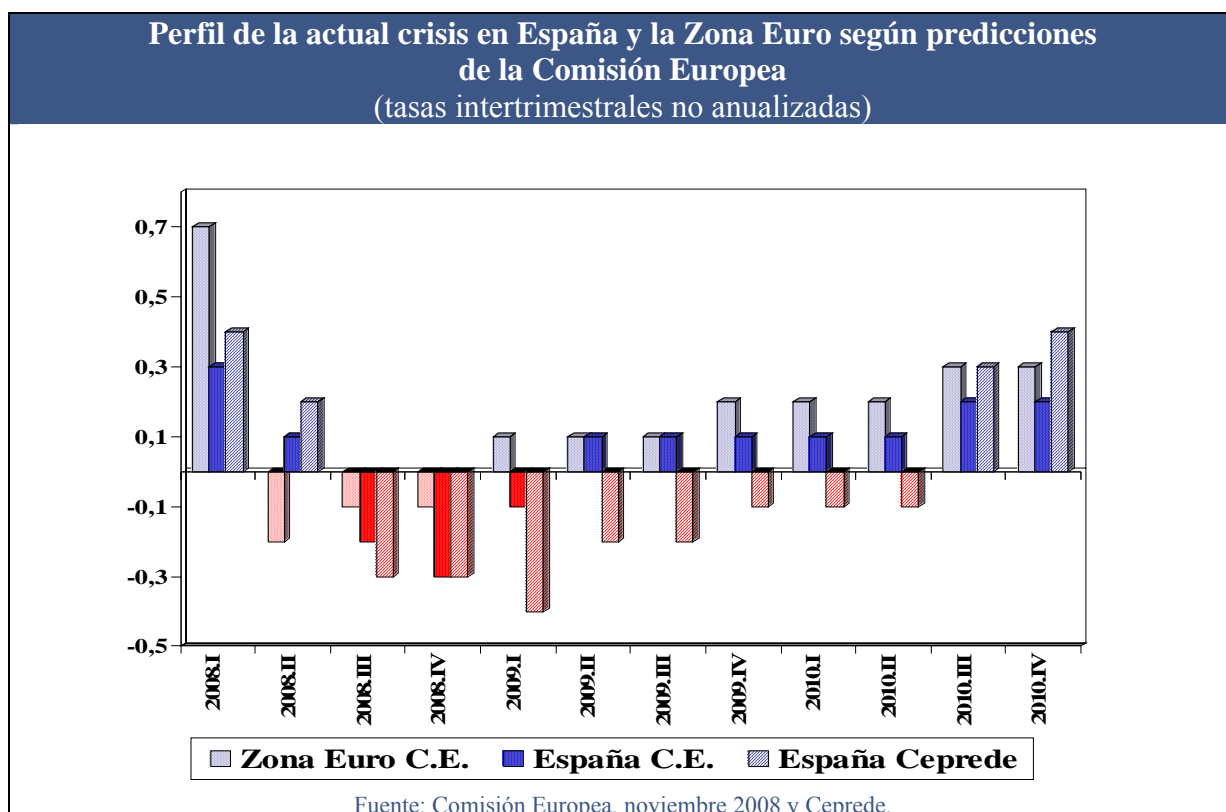
Confiemos en que acciones correctoras adicionales permitan cambiar las expectativas más rápidamente de lo que Ceprede hoy por hoy pronostica, en línea con otras predicciones a medio y largo plazo como las del FMI o Consensus Forecast.

**Gráfico 7.3****Tres visiones alternativas de la salida de la crisis en España  
(% variación PIB real)**

CEPREDE Noviembre 2008

Con detalle trimestral y a título orientativo, en el gráfico 7.4 se reflejan las tasas interanuales (*no anualizadas* en este caso, por ser el dato directamente proporcionado por la Comisión Europea en su informe de noviembre) para la Zona Euro y España. Tanto en las estimaciones de la Comisión como de Ceprede, se apunta una recuperación algo más lenta para nuestro país en comparación con el conjunto de la Eurozona, más acusada en las predicciones Ceprede.

**Gráfico 7.4**



CEPREDE Noviembre 2008

No puede negarse, sin embargo, que hay algunos factores que podrían ayudar a corregir al alza nuestras predicciones: mayor control de la inflación, recuperación de los mercados crediticios, nuevos descensos de los tipos de interés, disminución de la volatilidad extrema de los mercados financieros, recuperación de la confianza perdida por parte de consumidores y empresas,...Confíemos en que todo esto se haga realidad con más rapidez de la que hoy día suponemos.