

# Tiempos de incertidumbre

POR GUILLERMO DE LA DEHESA

**S**i ya es muy difícil hacer alguna proyección o previsión económica, en situaciones normales, lo es todavía más cuando las incertidumbres son tan variadas y los riesgos tan pronunciados como en el momento actual. De ahí que cualquier proyección sobre el crecimiento que se haga hoy podría estar sujeta a oscilaciones potenciales muy elevadas, probablemente a la baja. A la hora de escribir este artículo, la situación está mejorando lentamente, tanto en la liquidez como en los plazos a los que se presta en los mercados interbancarios. Además, desde que el banco de inversión Bear Stearns ha sido salvado de la quiebra, se está notando un cierto cambio favorable en los mercados de acciones de las instituciones financieras ya que los inversores han descontado, con razón, que no se va a permitir la quiebra de ningún banco del tamaño suficiente como para provocar un riesgo sistémico en ningún mercado, ni en EEUU ni en Europa. Sin embargo, tampoco puede extrapolarse que vaya a continuar siendo así dentro de un mes ya que incluso este cambio favorable pudiera

ser sólo temporal.

## Las previsiones coinciden en que España no entrará en recesión

El Banco de España ha sido el primero en dar sus proyecciones macroeconómicas para 2008 y 2009, lo que hace solamente una vez al año. Utilizando datos al 3 de marzo 2008 y un análisis prospectivo cerrado el 26 de marzo, ha dado unas proyecciones sobre el crecimiento de la economía española del 2,4% en 2008 y del 2,1% en 2009. Casualmente, estas han coincidido con la media de las previsiones de crecimiento de los analistas privados, publicada posteriormente por *The Economist*.

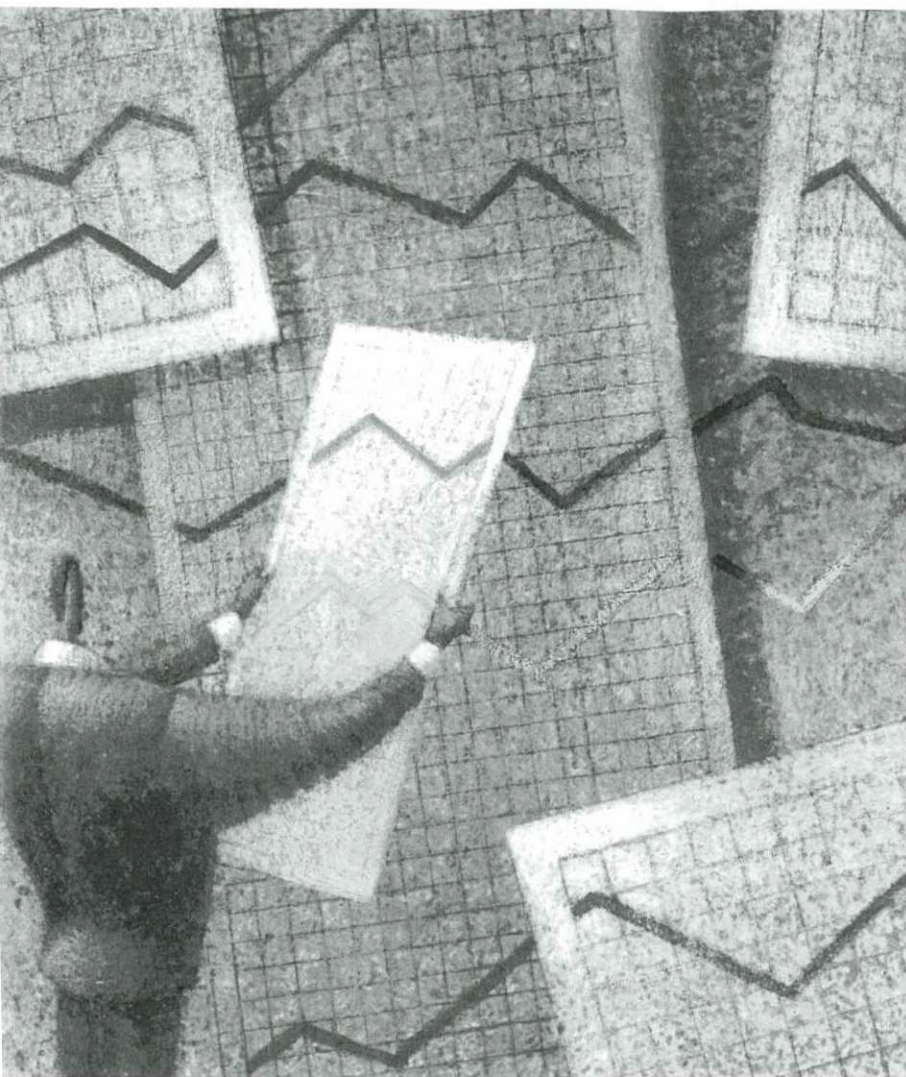
**OTRAS PREVISIONES** no han coincidido. Las de inflación del Banco de España son del 3,6% y 2,3% en 2008 y 2009, mientras que las de los analistas privados eran cuatro décimas superiores para 2009 (el 2,7%) y las previsiones sobre el déficit por cuenta corriente, en el caso de los analistas privados son menores que en el caso del Banco de España ya que los primeros prevén un -9,2% y -8,5% del PIB, y el segundo prevé un -10 por ciento del PIB en ambos años.

Ahora bien, el Banco de España advierte que estas pre-

visiones están sujetas a varias incertidumbres y riesgos que podrían llevar a la actividad económica a la baja y a la inflación al alza. Y esto es lo que parece estar ocurriendo. Por ejemplo, la casi totalidad de los indicadores de coyuntura publicados por el INE en el primer trimestre de 2008 son negativos desde la producción industrial y el PMI de manufacturas a la EPA y el IPC. De acuerdo con estos indicadores, todavía muy iniciales, Angel Laborda ha realizado, el día 4 de Abril, una estimación del crecimiento para el primer trimestre de 2008 en el que muestra que, si entre el primer y el cuarto trimestres de 2007, el crecimiento interanual del PIB cayó seis décimas de punto, del 4,1% al 3,5%, entre el cuarto trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2008, la tasa interanual pudiera haber caído hasta otras ocho décimas, pero esta vez en sólo un trimestre y situarse en el entorno del 2,7%.

**TRES DÍAS MÁS TARDE**, el día 7 de Abril, BBVA publicó sus previsiones con un sesgo a la baja respecto a las del Banco de España. Sus proyecciones, ante la incertidumbre existente, están hechas en términos de rangos y no de una tasa de crecimiento determinada, aunque estima una tendencia. Establece un crecimiento del PIB en 2008 que oscilaría entre 2,2% y 1,7% con una tendencia central del 1,9% y, en 2009, dicho rango de crecimiento se ampliaría notablemente oscilando entre un 2% y un 0,8%, con una mayor probabilidad del rango en el valor del 1,4%. Es decir, el BBVA da su mayor probabilidad del rango a una rebaja de cinco décimas en 2008 y de siete décimas en 2009 sobre las del Banco de España. Estos rangos y tendencias centrales suponen que el punto más bajo de crecimiento del PIB se encontraría en el primer trimestre de 2009 y que a partir de ahí comienza una recuperación lenta.

Finalmente, el FMI ha publicado el 10 de Abril, unos días más tarde, sus previsiones que realiza dos veces al año en su *World Economic Outlook*, revisando fuertemente sus propias estimaciones sobre España del pasado octubre, dando un crecimiento del 1,8% en 2008 y del 1,7% en 2009, seis y ocho décimas menores respectivamente. La desaceleración sería muy rápida ya que pasaría de crecer al 3,5% en el último trimestre de 2007 a sólo el 0,9% en el último de 2008, pero se recuperaría a lo largo del 2009, terminando su último trimestre en el 2,4%.



Asimismo, el FMI realiza una proyección del crecimiento del PIB español para 2013 en que volvería a recuperar la misma tasa de 2007, es decir, un 3,8% lo que es muy favorable, y quizá optimista, ya que supone que la caída del crecimiento del PIB sería sólo temporal durando sólo un poco más de un año. Además, su comparación con el Área Euro sigue siendo favorable ya que para esta última estima un crecimiento del 1,4% en 2008, del 1,2% en 2009 y del 2,4% en 2013.

**DENTRO DE LOS COMPONENTES** del crecimiento del PIB español, la demanda interna final cae del 4,3% en 2007, al 1,7% y 1,6% en los dos siguientes años. La de consumo privado cae del 3,2% en 2007 al 2% y al 2,2% en 2008 y 2009, mientras que la pública aumenta del 5,1% en 2007 al 5,7% en 2008 para ceder, en 2009, al 4,8%. La mayor caída se da en el crecimiento de la inversión bruta de capital fijo que se desploma, pasando del 5,9% en 2007 al -1,1% y al -1,8% en los dos años siguientes, por la fuerte reducción de la inversión en vivienda.

Sus previsiones de inflación son también un poco peores que las del Banco de España y las del BBVA, aunque, lógicamente, van reduciéndose al mismo ritmo que la actividad, pasando del 4% en 2008, al 3% en 2009 y llegando

## El punto más bajo de crecimiento sería un 0,8%, en la primera mitad del año 2009

al 2,2% en 2013, mientras que las del Área Euro ya caen al 1,9% en 2009 y se mantiene así hasta el 2013. Finalmente, en cuanto al déficit por cuenta corriente, sube al -10,5% del PIB, y desciende lentamente al -10,3% en 2009 y hasta el -9,2% en 2013.

**FINALMENTE**, las previsiones sobre el empleo y el paro son algo diferentes entre el Banco de España, el BBVA y el FMI. Para el Banco de España, la tasa de paro subirá al 9,0% en 2008 y al 9,8% en 2009 dado un crecimiento del empleo del 1,5% y del 1,1% respectivamente en ambos años. Para el BBVA, el crecimiento del empleo

sólo sería del 1,4% y del 0,4% en ambos años con lo que la tasa de paro podría alcanzar el 11% en 2009. Para el FMI el desempleo subiría al 9,5% en 2008 y al 10,4% en 2009. A pesar de estas previsiones de fuerte desaceleración de la actividad económica, la economía española seguiría creando empleo en 2008 y en 2009, salvo la del BBVA que estima que en 2009, no habría creación de empleo.

Estas previsiones difieren, fundamentalmente, por el mayor o menor ritmo de caída previsto para la inversión en vivienda, por su efecto sobre la construcción y su tasa de empleo, para sus precios, por su efecto sobre las hipotecas, la morosidad y, por lo tanto, el consumo, y finalmente por la mayor o menor duración prevista de la crisis crediticia. Ninguna de estas previsiones tiene en cuenta cual será la reacción del nuevo gobierno para intentar reducir el impacto negativo de esta rápida desaceleración. Pero, en todo caso, debe quedar claro que todas estas previsiones coinciden en que la economía española no va a sufrir una recesión, como en 1993, sino una caída rápida de su tasa de crecimiento que en su punto más bajo sería como mucho del 0,8%, probablemente en el primer o segundo trimestres de 2009. ■

*Presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR, Londres*