

Entorno real y entorno bursátil: el caso de algunas economías desarrolladas (1970-2001)

SANTIAGO NIÑO BECERRA*
MÓNICA MARTÍNEZ BLASCO**

La historia y el presente nos muestran que momentos de auge bursátil son seguidos, en ocasiones, por abruptas caídas, lo que nos puede llevar a preguntarnos el grado de vinculación que existe entre las llamadas economías real y financiera.

El análisis de las correlaciones entre algunos de los índices bursátiles más significativos de Estados Unidos, Japón, República Federal Alemana, Reino Unido y España entre sí y con sus respectivos PIB y PIB pc ppp muestra que se da una correlación elevada. No obstante, se dan particularidades que ponen de manifiesto la existencia de diferencias operativas a pesar de que el sistema económico sea hoy el mismo para todos los países del globo.

Palabras clave: mercado de valores, índices bursátiles, PIB, actividad bancaria y financiera.

Clasificación JEL: G10.

«Un hombre inteligente nunca debe hablar de la Bolsa. (...) no hay nada intelectualmente interesante para aportar en materia de previsiones bursátiles. No hay el más mínimo margen para que un economista pueda decir algo serio».
ROBERT SOLOW, Premio Nobel de Economía 1987,
en 1998, en el entorno temporal
de la crisis del fondo LTCM.

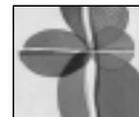
1. Introducción

De forma recurrente, pero sobre todo en momentos de euforia bursátil, son numerosas las intervenciones en los medios escritos, en las tertulias radiofónicas, en las barras de los bares y en las sobremesas familiares, que se realizan sobre la

vinculación que existe entre la economía productiva y los niveles alcanzados por los mercados de valores, de forma que tertulianos y conversadores quisieran desvelar el aparente misterio que envuelve una, tal vez, arcana relación entre lo productivo y la quintaesencia de la economía financiera: la Bolsa.

Ineludiblemente, las palabras de Robert Solow que encabezan estas líneas nos traen a la memoria el *boom* que los mercados de valores iniciaron en 1999 así como su abrupto final en el 2001. También otros momentos de ascenso imparable, como en 1966 o en la frontera entre 1972 y 1973, o en 1997, el año en el que Solow fue elegido Premio Nobel de Economía.

Ante esas sendas alcistas en las que los mercados de valores se embarcan y que tarde o temprano concluyen, en ocasiones bruscamente, la pregunta que periódicamente han formulado diletantes en los mercados bursátiles, profesionales y cualquiera con un cierto interés por la eco-



COLABORACIONES

* Catedrático de Estructura Económica. Facultad Economía IQS. Universidad Ramon Llull.

** Licenciada en ADE. Facultad de Economía IQS Universidad Ramon Llull.

nomía, tiene que ver con la posible relación entre la economía real y el reflejo más simbólico de la economía financiera.

En las páginas siguientes se ha intentado dar respuesta a esta pregunta para el período 1970-2001. Así, se han analizado las posibles relaciones existentes entre lo real —el PIB— y la evolución de los mercados bursátiles de las cuatro principales economías mundiales —Estados Unidos, Japón, República Federal Alemana y Reino Unido— tomando los que son considerados sus índices bursátiles menos propensos a la especulación: Standard & Poors 500 (a partir de ahora SP500), Nikkei 225, DAX Index (a partir de ahora DAX) y FT-actuarial (a partir de ahora FT).

Utilizando un análisis de correlación multivariable se han determinado los coeficientes de correlación de Pearson existentes entre las variables elegidas —PIB, PIB *per capita* y niveles de cotización de los índices referidos—, determinándose por medio del Test de Student los niveles de significación de la correlación entre dichas variables.

Para reflejar el entorno real se han tomado, para los mismos países y período de tiempo, el PIB a precios corrientes de cada país expresado en billones de dólares estadounidenses corrientes y, a pesar de las reservas que el agregado despierta en algunos entornos, el PIB *per capita* en paridad de poder adquisitivo en dólares estadounidenses (PIB pc ppp).

Además, y a fin de poder realizar comparaciones entre estas grandes economías y una economía de menor peso específico, se ha analizado el caso de España tomando los mismos macroagregados citados en el mismo intervalo temporal, aunque, debido a la cobertura insuficiente del IBEX español en el período abordado, ha sido tomado el Índice General de la Bolsa de Madrid (a partir de ahora IGBM) con base en 1940.

A la vez, los treinta y dos años que componen la serie han sido divididos atendiendo a los modelos económicos vigentes durante los mismos: la transición iniciada tras la crisis del petróleo (1974-1982), el Modelo de Oferta (1983-1994) y la Nueva Economía desde 1995, a estos se ha añadido un análisis global desde 1970 incorporando los últimos años del Modelo de Demanda.

2. Los aspectos reales y financieros

La alta correlación que se da en *Estados Unidos* en todos los períodos considerados así como entre todas las variables (Cuadro 1) está indicando que en la economía estadounidense la vinculación entre economía financiera y economía real es muy elevada, no obstante, destaca el máximo que esa correlación alcanza durante la época del Modelo de Oferta.

La forma estadounidense de capitalismo siempre ha primado la inversión bursátil como forma de financiación empresarial, además de impulsar la inversión familiar e individual en los mercados a fin de complementar las pensiones públicas de jubilación con fondos de pensiones individuales y colectivos. Durante los años comprendidos entre 1974 y 1982 se potenció la inversión bursátil, estando esta tendencia acelerada por un fortísimo incremento de las operaciones de absorciones empresariales.

A diferencia de Estados Unidos, el caso de *Japón* (Cuadro 2) es totalmente atípico. Atendiendo al período completo la economía japonesa muestra una correlación reducida entre PIB, PIB pc e índice Nikkei que en gran medida es explicada por las especiales particularidades de la economía nipona.



COLABORACIONES

CUADRO 1
EE UU: SP500, PIB Y PIB PC PPP

	PIB bill \$	PIB pc ppp
1970-2001		
SP500	R=0,9102 Ns=0,0000	R=0,8897 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=0,9984 Ns=0,0000
1974-1982		
SP500	R=0,8866 Ns=0,0014	R=0,8846 Ns=0,0015
PIB bill \$		R=0,9998 Ns=0,0000
1983-94		
SP500	R=0,9791 Ns=0,0000	R=0,9766 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=0,9992 Ns=0,0000
1995-2001		
SP500	R=0,8094 Ns=0,0274	R=0,8167 Ns=0,0250
PIB bill \$		R=0,9999 Ns=0,0000

Fuente: DAX Index: Bloomberg.

CUADRO 2 JAPON: NIKKEI 225, PIB Y PIB PC PPP		
1970-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
Nikkei 225	R=0,6714 Ns=0,0000	R=0,6429 Ns=0,0001
PIB bill \$		R=0,9743 Ns=0,0000
1974-1982	PIB bill \$	PIB pc ppp
Nikkei 225	R=0,9859 Ns=0,0000	R=0,9862 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=1,0000 Ns=0,0000
1983-94	PIB bill \$	PIB pc ppp
Nikkei 225	R=0,3181 Ns=0,3136	R=0,3182 Ns=0,3134
PIB bill \$		R=1,0000 Ns=0,0000
1995-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
Nikkei 225	R=-0,7996 Ns=0,0309	R=-0,7899 Ns=0,0346
PIB bill \$		R=0,9988 Ns=0,0000

Fuente: Nikkei 225, SP500 y FT-actuarios: Global Financial Data, Inc.

CUADRO 3 ALEMANIA: DAX INDEX, PIB Y PIB PC PPP		
1970-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
Dax.....	R=0,7385 Ns=0,0000	R=0,8602 Ns=0,0001
PIB bill \$		R=0,9423 Ns=0,0000
1974-1982	PIB bill \$	PIB pc ppp
Dax.....	R=0,0969 Ns=0,8041	R=0,1571 Ns=0,6864
PIB bill \$		R=0,8261 Ns=0,0061
1983-94	PIB bill \$	PIB pc ppp
Dax.....	R=0,7688 Ns=0,0035	R=0,8396 Ns=0,0006
PIB bill \$		R=0,9853 Ns=0,0000
1995-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
Dax.....	R=-0,7877 Ns=0,0355	R=0,8184 Ns=0,0244
PIB bill \$		R=-0,9659 Ns=0,0004

Fuente: IGBM: Bolsa de Madrid.

La potencia económica de Japón ha estado basada —y aún lo está— en la generación de un alto valor que en gran media es exportado. La financiación de sus empresas se realiza a través de un particular modelo capitalista en el que el triángulo «empresas (o conglomerado de empresas) —banca— mercados de valores» desempeñan un papel muy propio y donde las bolsas hacen de comodín. Las especiales reglas de valoración de las carteras en los balances de las compañías contribuye a una muy particular estructuración financiera de la economía del país del sol naciente, estructuración que no es extraña al papel desempeñado por el Estado.

La burbuja inmobiliaria y bursátil de mediados de los 80 y principios de los 90 que se manifestó con un pico en el Nikkei, puso de manifiesto los ya conocidos problemas del sistema financiero japonés, pero también la alta desvinculación entre generación de PIB y PIB pc con el principal índice del mercado japonés.

Salvando las muchas diferencias existentes, Alemania (Cuadro 3) muestra notables similitudes con el entorno japonés. La correlación entre el DAX alemán y el PIB, con ser en conjunto más elevada que la que se da en Japón es muy inferior a la existente en Estados Unidos. En ello mucho tiene que ver el papel preponderante que

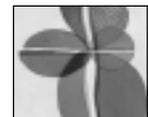
la banca lleva a cabo en la financiación de las compañías alemanas.

Dos momentos son especialmente destacables de la evolución económica de Alemania durante estos años. Durante los años posteriores a la primera crisis de la energía, la correlación entre el DAX y el PIB desaparece debido al impacto brutal que la subsiguiente inflación de costes supuso para el PIB alemán muy afianzado en el sector industrial.

El segundo momento que hay que destacar coincide con los años posteriores a la reunificación. El índice DAX cayó en 1990 respecto a 1989, pero el PIB de este año fue superior al de aquél; además, la recesión de 1991 hizo que los cierres anuales del DAX se mantuviesen por debajo del de 1989, pero en 1993 puede darse por asumido el proceso de reunificación desde un punto de vista macroeconómico.

A diferencia de la alemana, la economía del Reino Unido (Cuadro 4) muestra, en su conjunto, una notable semejanza con la estadounidense, siendo los años transcurridos de la Nueva Economía en los que la correlación de las variables analizadas es más elevada en el Reino Unido y más semejante al caso estadounidense.

Es de destacar el prácticamente nulo efecto que tuvo el cambio de gobierno habido en 1979



COLABORACIONES

CUADRO 4 REINO UNIDO: FT, PIB Y PIB PC PPP		
1970-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
FT	R=0,9540 Ns=0,0000	R=0,9579 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=0,9875 Ns=0,0000
1974-1982	PIB bill \$	PIB pc ppp
FT	R=0,8831 Ns=0,0016	R=0,9651 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=0,9441 Ns=0,0001
1983-94	PIB bill \$	PIB pc ppp
FT	R=0,8688 Ns=0,0002	R=0,9509 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=0,9692 Ns=0,0000
1995-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
FT	R=0,9251 Ns=0,0028	R=0,7654 Ns=0,0449
PIB bill \$		R=0,9047 Ns=0,0051

Fuente: PIB World Bank «Global Development Finance» y «World Development Indicators».

CUADRO 5 ESPAÑA: IGBM (BASE 1940), PIB Y PIB PC PPP		
1970-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
IGBM	R=0,7659 Ns=0,0000	R=0,8782 Ns=0,0000
PIB bill \$		R=0,9544 Ns=0,0000
1974-1982	PIB bill \$	PIB pc ppp
IGBM	R=-0,8332 Ns=0,0053	R=-0,7830 Ns=0,0126
PIB bill \$		R=0,8630 Ns=0,0027
1983-94	PIB bill \$	PIB pc ppp
IGBM	R=0,7511 Ns=0,0049	R=0,7977 Ns=0,0019
PIB bill \$		R=0,9677 Ns=0,0000
1995-2001	PIB bill \$	PIB pc ppp
IGBM	R=-0,1045 Ns=0,8235	R=0,8414 Ns=0,0176
PIB bill \$		R=-0,2837 Ns=0,5375

Fuente: PIB pc ppp: OECD, «National Accounts of OECD countries».



COLABORACIONES

pero no así el acaecido en 1997. El paso de un ejecutivo laborista a otro conservador influyó muy poco en las correlaciones, no así el cambio a un gobierno *new labour* en 1997; de todos modos y como en Estados Unidos, el impacto de las caídas de las cotizaciones bursátiles y el elevado peso de la bolsa en la financiación de las empresas, explica una gran parte de la relativamente reducida correlación entre el PIB pc y el índice FT del último período.

España (Cuadro 5) comparte atipicidad con Japón en relación a economías más potentes. En el caso español la correlación es reducida y a ello ha contribuido el escaso papel que el mercado de valores ha desempeñado hasta hace escasos años, e incluso hoy en día su importancia es mucho menor que en el caso británico o estadounidense.

Es de destacar que durante los años de vigencia del Modelo de Oferta durante los que la correlación entre el IGBM y el PIB ha sido más elevada, sean los años de un Gobierno de centro izquierda. Es destacable, asimismo, que en el período que comienza en 1995 sea en el que la correlación entre el IGBM y el PIB pc es más elevada, lo que explica el mayor papel de la inversión bursátil en la economía de nuestro país.

3. ¿Vinculación entre los aspectos bursátiles y la economía productiva?

El nivel de vinculación de las economías financieras de los países analizados en su perspectiva bursátil viene dado por el grado de correlación existente entre los índices bursátiles en cada uno de los períodos (Cuadro 6).

Excepto en el caso del Nikkei y debido a las particularidades de la economía japonesa, los restantes índices muestran una correlación elevada o muy elevada entre sí a excepción de lo acontecido en algún período en concreto, muestra de la creciente interconexión de los aspectos bursátiles de las economías más desarrolladas manifestados en las pujantes tasas de inversión global.

Así, y a excepción del Nikkei, los restantes índices guardan una correlación elevada o muy elevada entre sí. Destaca la existente entre el DAX alemán y el SP500 estadounidense, pero también es muy elevada la existente entre aquél y el IGBM y la de éste con el SP500.

Con todos estos datos, se pone de manifiesto que la distinción entre los denominados «tres tipos de capitalismo», habiendo sido cierta, lo está dejando de ser aceleradamente. La semejanza entre los casos británico y estadounidense, la singularidad de Japón y la cierta indepen-

CUADRO 6 IGBM (BASE 1940), NIKKEI 225, SP500 Y FT				
1970-2001	IGBM	FT	SP500	Nikkei 225
Dax	R= 0,9859 Ns=0,0000	R=0,9629 Ns=0,0000	R=0,9909 Ns=0,0000	R=0,3274 Ns=0,0673
Nikkei 225	R=0,3458 Ns=0,0525	R=0,4864 Ns=0,0048	R=0,3375 Ns=0,0589	
SP500	R=0,9872 Ns=0,0000	R=0,9762 Ns=0,0000		
FT	R=0,9553 Ns= 0,0000			
1974-1982	IGBM	FT	SP500	Nikkei 225
Dax	R= -0,2803 Ns= 0,4651	R=0,3868 Ns=0,3038	R=0,2383 Ns=0,5369	R=0,1857 Ns=0,6323
Nikkei 225	R= -0,8009 Ns= 0,0095	R=0,9472 Ns=0,0001	R=0,9065 Ns=0,0007	
SP500	R= -0,7045 Ns= 0,0341	R=0,9144 Ns=0,0006		
FT	R= -0,7788 Ns= 0,0134			
1983-1994	IGBM	FT	SP500	Nikkei 225
Dax	R= 0,8177 Ns= 0,0012	R=0,9213 Ns=0,0000	R=0,8781 Ns=0,0002	R=0,3621 Ns=0,2474
Nikkei 225	R= 0,6891 Ns= 0,0132	R=0,3490 Ns=0,2662	R=0,3395 Ns=0,2803	
SP500	R= 0,8175 Ns= 0,0012	R=0,9744 Ns=0,0000		
FT	R= 0,8649 Ns= 0,0003			
1995-2001	IGBM	FT	SP500	Nikkei 225
Dax	R= 0,9686 Ns= 0,0003	R=0,9909 Ns=0,0000	R=0,9867 Ns=0,0000	R=-0,4265 Ns=0,3399
Nikkei 225	R= -0,5245 Ns= 0,2268	R=-0,3406 Ns=0,4548	R=-0,4475 Ns=0,3140	
SP500	R= 0,9927 Ns= 0,0000	R=0,9874 Ns=0,0000		
FT	R= 0,9630 Ns= 0,0005			

dencia de Alemania, insinúan que aún habiendo la economía mundial profundizado en la globalización desde el fin de la II Guerra Mundial, se han continuado manteniendo ciertas características diferenciales, aunque la convergencia en la tipología de los problemas que afectan a las economías augura una reducción en el nivel de estas diferencias.

En cualquier caso, las diferencias han sido en estos treinta años largos menos significativas a nivel real que en su manifestación formal. Así, durante los años transcurridos de la Nueva Economía, época paradigmática en cuanto al papel desempeñado por los mercados bursátiles, no apa-

recen diferencias apreciables en los niveles de correlación entre los índices bursátiles y los macroagregados de la economía real exceptuando, como ya se ha apuntado, los casos de Japón y España. Habrá que ver si, con los años, la evolución de unos y otros muestra aproximaciones o divergencias que marquen claras diferencias con períodos anteriores.

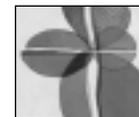
En cuanto a España y a pesar de que la economía española tiene un volumen total netamente inferior respecto a las de los países contemplados, no por ello muestra hoy diferencias muy significativas con éstos en las correlaciones de las variables contempladas, un signo más de la convergencia estructural de nuestro país con los de su entorno económico.

Durante los años posteriores a la crisis de la energía y en gran medida debido a la situación política española, el IGBM muestra correlaciones negativas con todos los demás.

Tras 1983, España se suma con relativa rapidez a los modos y maneras propios de las economías más avanzadas, sobre todo desde su incorporación a la CEE en 1986, aunque manteniendo disfunciones que aún no han sido completamente erradicadas.

Hoy el entorno económico mundial se halla inmerso en un proceso de transición hacia un lugar en el que el concepto de economía autónoma nacional quedará en gran medida vacío del contenido que tuvo en el pasado, día a día es apreciable esta tendencia y los mercados de valores no están escapando a esta transición.

La sensación de desvinculación que la opinión pública ha podido apreciar entre la evolución de las cotizaciones de los valores mobiliarios y la economía productiva tenderá a ir desapareciendo a medida que se vaya produciendo la homogeneización en las normativas de funcionamiento de los diferentes mercados de valores, lo que aunque per se sea positivo al suponer, entre otras cosas, la reducción de la volatilidad y el acercamiento real entre los mercados de valores y la economía productiva, provocará la necesaria adaptación a un entorno nuevo, con la incertidumbre que algo así lleva aparejada.



COLABORACIONES

AVISO PUBLICO

SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS

SOLICITUD DE DEVOLUCION DE FIANZAS

PLAZOS PARA PRESENTACION DE PRUEBAS

Aplicación a los Certificados concedidos desde el día 1 de octubre de 2000,
salvo que exista reglamento específico que lo modifique

Plátanos	TREINTA DIAS siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 896/01
Productos Agrícolas Transformados (PAT)	NUEVE MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1520/00
Productos agrícolas: Materias grasas, plantas vivas, productos floricultura, leche y productos lácteos, carne vacuno, semillas, frutas y hortalizas, carne porcino, huevos, carne de ave, arroz, azúcar, sector vitivinícola, cereales, etc.	DOS MESES siguientes a la expiración del período de validez del Certificado.	Rgto. CE n.º 1291/00

— En todos los productos el *PLAZO MAXIMO* para solicitar la resolución de los expedientes es de *VEINTICUATRO MESES* desde el día siguiente a la expiración del Certificado. Transcurrido este plazo no se efectuará la devolución del importe de la Fianza, aun en el caso de que se presente la correspondiente prueba de realización de las operaciones.

MINISTERIO DE ECONOMIA

Secretaría General de Comercio Exterior

SUB. GRAL. COMEX. PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS. SERVICIO DE FIANZAS

Solicitudes de devolución de fianzas constituidas (Importación y Exportación)

La Orden de 26 de febrero de 1986 («BOE, 7 de marzo»), modificada por la Orden de 27 de julio de 1995, establece que la devolución de las fianzas se realizará por la Secretaría General de Comercio Exterior a solicitud del interesado.

Las solicitudes de devolución de las fianzas constituidas ante los Servicios Centrales, deberán dirigirse a la Secretaría General de Comercio Exterior (Servicio de Fianzas, Paseo de la Castellana, 162, planta cuarta, 28071 Madrid).

Las solicitudes de devolución de las fianzas, constituidas ante las Direcciones Regionales y Territoriales de Comercio y CATICES, deberán presentarse en la misma Dirección o CATICE que concedió los correspondientes certificados.

El no solicitar, los interesados, la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas con la aportación de las pruebas, en los plazos establecidos en la legislación nacional y comunitaria en vigor, para los diversos productos agrícolas, dará lugar al oportuno Acuerdo Declarativo de Incumplimiento.

Con el fin de agilizar la resolución de los expedientes de devolución de las fianzas constituidas a disposición de la Secretaría General de Comercio Exterior, es recomendable se adjunte a las solicitudes la fotocopia del correspondiente «Resguardo de depósito o Garantía en Efectivo», o «Resguardo de Garantía Otorgada mediante Aval o Seguro de Caución».

SERVICIO DE FIANZAS

Acuerdo declarativo de incumplimiento (Fianza constituida en las operaciones de Importación y Exportación)

Ingreso de las liquidaciones

Las cantidades a ingresar en el Tesoro Público-Recursos Eventuales, como consecuencia de los expedientes de Acuerdo Declarativo de Incumplimiento de *Resguardos de Garantías Otorgadas por Terceros*, pueden hacerse efectivas por la EMPRESA TITULAR DE LOS CERTIFICADOS.

— En MADRID:
MINISTERIO DE ECONOMIA
DIREC. GRAL. DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA
Paseo del Prado, 4
28071 MADRID

— En PROVINCIAS:
INTERVENCION DE HACIENDA de la localidad en que resida la Entidad Delegada que constituyó la *Garantía Otorgada por Terceros (Aval o Certificado de Seguro de Caución)*.

Realizado el ingreso y expedida la CARTA DE PAGO, esta CARTA DE PAGO *original* deberá remitirse a:
MINISTERIO DE ECONOMIA
SERVICIO DE FIANZAS
P.º Castellana, 162, Pl. 4.ª
28071 MADRID

MINISTERIO DE ECONOMIA

Secretaría General de Comercio Exterior

SUB. GRAL. COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS AGROALIMENTARIOS

SERVICIO DE FIANZAS

Paseo de la Castellana, 162, cuarta planta, 28071 Madrid

Teléfonos: (91) 349 38 67 y 349 39 13