

La economía española y su inmediato futuro

Josep Oliver Alonso*

1. Un cuádruple choque difícil de absorber

La economía española afronta, en este verano de 2008, las consecuencias de diversos choques, con distintos impactos sobre la demanda y la oferta, y con diversidad de orígenes, internos y exteriores. Evaluar el final del actual proceso de desaceleración implica ponderar adecuadamente la prelación, la intensidad y la profundidad de los cuatro choques que están operando en la actualidad. Dos de ellos son de naturaleza puramente interna: la caída del sector de la construcción y el desplome de la confianza de los consumidores. Por su parte, las alzas de precios (de la energía, los alimentos y otras primeras materias) y la crisis financiera internacional proceden del exterior, con amplios canales de transmisión, al afectar tanto a las condiciones de la oferta de las empresas como a los mecanismos de financiación de la actividad productiva y de la demanda de los hogares.

La dificultad de separar los efectos de cada uno de esos elementos, su simultaneidad en el tiempo, y el reforzamiento de las tendencias recesivas que implican, hacen especialmente difícil el análisis sosegado de lo que está hoy sucediendo. Por ello, conviene, siquiera sea brevemente, destacar los elementos más característicos de cada uno de esos choques, su situación actual y las perspectivas de futuro, ya que de su correcta absorción depende la salida, más o menos mediata, de nuestra economía de la situación de fuerte caída de la actividad en la que está inmersa.

* UAB.

El punto de partida ha de ser, lógicamente, la crisis de la construcción inmobiliaria. Sobre ella, y en el contexto de lo que aquí interesa, conviene destacar cuatro efectos distintos: el impacto sobre los balances familiares, su efecto sobre el empleo y las perspectivas de renta, la acumulación de estos y sus consecuencias sobre la actividad del sector y, finalmente, el elevado endeudamiento familiar que ha legado el *boom* inmobiliario.

Por lo que se refiere, en primer lugar, a la reducción del efecto riqueza que el frenazo en el crecimiento de los precios y sus primeras caídas implican, debe recordarse la más elevada elasticidad del consumo a la variación de la riqueza inmobiliaria que a la de la riqueza financiera. Estos últimos años, un importante impulso al aumento del gasto familiar ha sido ese efecto riqueza, que ha situado la ratio riqueza neta/renta en valores insólitos en la moderna historia de España, cercanos a diez (la media de los grandes países de la OCDE se sitúa próxima a cinco o seis). Por tanto, un primer canal de transmisión de la crisis inmobiliaria es directamente hacia el consumo. En segundo término, la destrucción de ocupación que está implicando y el retorno, en el empleo agregado, hacia ritmos de avance situados alrededor o por debajo del 1% o, en 2009, probablemente con un crecimiento nulo o incluso negativo, constituye una alteración muy notable de las expectativas de renta de los hogares, acostumbrados en la última década a fuertes aumentos del empleo. Por tanto, la destrucción de empleo en la construcción es relevante tanto por la pérdida de renta que genera como por la brusca alteración de las expectativas de los hogares, a la que nos referimos más abajo.

En tercer lugar, la acumulación de *stocks* de viviendas, que algunas estimaciones sitúan alrededor del millón, implica una pesada losa sobre el futuro de la actividad del

sector. Máxime cuando, tras las alegrías del período 2002-2007, con aumentos en viviendas iniciadas en el entorno de las 600.000 (libres y de protección oficial), la economía española se encamina a un retorno a la media, también, en esta variable. Más de 300.000 viviendas iniciadas serán difíciles de absorber los próximos años, lo que implica que la actividad del sector se mantendrá muy contenida más allá de 2009.

Finalmente, y no por ello menos importante, el volumen de deuda familiar que ha dejado el *boom* inmobiliario, constituye el último de los canales de transmisión que hay que considerar. Y este tiene un carácter mucho más estructural, como algunos datos básicos reflejan, carácter que expresa los excesos cometidos por los hogares, y que el sector público no pudo o no supo frenar, en esta larga etapa expansiva. Por ejemplo, en las dos fases alcistas del ciclo inmobiliario (1985-1992 y 1995-2007) la tasa de ahorro de los hogares experimentó una cierta reducción, más importante en el último período que en el primero. Además, ese menor ahorro se combinó con una mucho más intensa inversión en activos materiales (fundamentalmente inmuebles): del 6,2% en 1985 al 8,0% en 1990 (el máximo de esta etapa), frente al 6,4% (1995) y el 16,4% (2007) en los últimos años. Ese comportamiento en forma de tijera (caída de la tasa de ahorro y aumento de la de inversión) se ha traducido en un hundimiento, insólito en términos históricos, de la capacidad de financiación de las familias españolas. Así, mientras entre 1985 y 1989 esta cayó del 5,4% al 1,8% de la renta disponible, en el último *boom* inmobiliario pasó de un máximo del 7,6% a un valor negativo de -4,4% de la renta disponible. Finalmente, esas alteraciones en el comportamiento financiero de los hogares se han acabado trasladando a un fuerte endeudamiento que, en términos de la ratio deuda familiar/renta disponible, experimentó un muy intenso avance, desde el 86% al 140% entre 1994 y 2007, un crecimiento que poco tiene que ver con el que ha acaecido en el período 1985-1993, años en los que el endeudamiento familiar pasó del 73% al 85% de la renta familiar disponible. De esta forma, los hogares españoles se sitúan en la actualidad con un volumen de endeudamiento sólo equiparable a los de las familias americanas o británicas, y mucho más elevado que el de las alemanas (en el entorno del 110% de su renta), francesas (90%) o italianas (60%). Además, revertir este importante valor a su media (hacia el 80% de la renta) no es posible ni en el medio plazo, ya que la renta tendría que aumentar a tasas muy superiores a los de la deuda. En todo caso, para los próximos 5-10 años, este elevado endeudamiento va a constituir una pesada digestión, con negativas consecuencias sobre el crecimiento de la demanda de los hogares (sea en consumo o en inversión inmobiliaria).

La crisis financiera internacional aparece como un segundo choque que se superpone al proceso de ajuste de la construcción residencial, agrava las condiciones en las que este tiene lugar y acentúa el carácter recesivo que la caída de la actividad inmobiliaria genera. Aunque en este aspecto compartimos los problemas del grueso de las economías avanzadas, hay que destacar que esta crisis está teniendo un *impacto diferencial* sobre la economía española. Diferencial en relación con el resto de economías del área del euro, se entiende. Y ello porque la sequía de los mercados internacionales de crédito ha tenido un impacto mucho más acusado en España que en otras economías con menos apelación al crédito externo. Algunos datos situarán al lector en el carácter, absolutamente extraordinario, de nuestra demanda de recursos al área del euro en estos últimos años. Así, en 1999 cuando el área se constituye, el volumen de crédito del conjunto que absorbía la economía española se situaba no muy alejado de nuestro peso en el total del PIB, en el entorno del 8-9%. A principios de 2008, ese porcentaje se había elevado al 16%. Quiere ello decir que, en esta etapa de expansión, nuestra contribución al aumento del crédito interno al sector privado de la economía del área del euro, se ha situado cerca del 18-20% de promedio, alcanzando un máximo en octubre de 2006, cuando absorbimos el 29% del crecimiento agregado. Lógicamente, el ritmo de avance del crédito interno privado en España se ha situado sistemáticamente por encima del resto del área y sólo ahora, por nuestra desaceleración, comienzan a converger. Por tanto, la sequía en los mercados de crédito se ha trasladado de forma más intensa a las condiciones y las disponibilidades de financiación de la economía española. Esta asimetría entre nuestras necesidades y las del resto del área del euro, explica la aparente paradoja de un Banco Central Europeo que continúa postulando que las condiciones de financiación del sector productivo privado son holgadas, mientras en España el tejido productivo y los hogares experimentan un marcado endurecimiento en el volumen disponible de fondos financieros.

En tercer lugar, la rapidez del ajuste inmobiliario y sus consecuencias, y la dureza de la contracción crediticia se han conjugado para debilitar de forma notable la confianza de los hogares. Medido por el índice elaborado desde 1985 por la Comisión Europea, el sentimiento del consumidor pasó de -11 en julio de 2007 al -19 en diciembre, una cifra que no se contemplaba desde mayo de 1994. Además, en el período enero-junio de 2008 esa caída se aceleró, alcanzado un valor este último mes de -38, sólo comparable al -37 de septiembre de 1992, aunque reflejando un peor registro. No es posible evaluar las consecuencias de una caída tan drástica de la confianza sobre la demanda inmobiliaria y sobre el consumo familiar. Pero la sensación generalizada en el país acerca de la *crisis* de la

economía española, de buen seguro que ha contribuido a debilitar el crecimiento de la demanda interna. Parcialmente, esa caída puede estar reflejando el rápido cambio de expectativas de una muy nutrida generación de españoles, aquellos con menos de 40 años, que no tenía experiencia directa de crisis pasadas. Cerca del 45% de los ocupados hoy en España pertenecen a esa cohorte. Un grupo poblacional que ha crecido al amparo de una espectacular expansión del mercado de trabajo y de unos tipos de interés reales negativos en un largo período de tiempo. Y que, por tanto, había forjado sus expectativas de renta permanente en unas circunstancias excepcionales. En definitiva, sea por esta u otras razones, lo cierto es que el hundimiento de la confianza debe destacarse como uno de los elementos que ha precipitado la caída de la actividad y que condicionará la salida de esa situación.

El alza de los precios de los alimentos, de las primeras materias industriales y, finalmente, de la energía, es el cuarto choque que afronta hoy nuestra economía. En ausencia de todos los demás, la magnitud de las alzas del petróleo sería suficiente para provocar una brusca desaceleración de la actividad, dado el carácter recesivo que la transferencia de renta al exterior genera. Hay que apuntar, desde ese punto de vista, que el aumento de la factura del petróleo implica una transferencia de renta al exterior. Y que esos recursos que se filtran a los países productores de energía tienen, lógicamente, un impacto recesivo, que se agrava si se toman en consideración las pérdidas generadas al elevar los costes de producción empresarial. Adicionalmente, y como todos los choques energéticos o de primeras materias anteriores, el componente inflacionario es evidente. Y ese se ha trasladado ya a los costes laborales, como lo muestra su aumento, en el primer trimestre de 2008, en una cifra ciertamente demasiado elevada, del 5,5%. La pérdida de competitividad que ello implica (en el área del euro esos costes han aumentado en el mismo período un 3,3%) añade nuevos impactos recesivos a los que el choque energético comporta. Finalmente, el endurecimiento de la política monetaria del BCE vinculado al alza de los precios, constituye el último de los canales de transmisión del choque energético sobre el tejido productivo y sobre la demanda interna.

2. Perspectivas para 2008 y 2009: crisis financiera internacional y precios del petróleo

En el contexto descrito, las actuales perspectivas de crecimiento de la economía española, en el entorno del 1,5% para 2008 y del 0,5-1% para 2009, reflejan la estabilización de los mercados financieros internacionales y el re-

torno de los energéticos a valores más acordes con sus tendencias de medio plazo. Dicho de otra forma, la absorción de la crisis inmobiliaria en España puede efectuarse sin grandes problemas en el mercado de trabajo y en la actividad, siempre que las condiciones internacionales retornen a una cierta normalidad. Por tanto, la futura evolución de los dos choques externos va a ser decisiva para los registros inmediatos de la actividad en España. Desde este punto de vista, ¿qué cabe esperar de los mercados financieros y energéticos para 2008 y 2009? En el ámbito de estos últimos, los previsibles incrementos de la oferta de Arabia Saudí e Irak deberían ser suficientes, en los próximos años, para reconducir el precio del petróleo hacia valores por debajo o cercanos a los 100\$ el barril. No obstante, la creciente tensión geopolítica de la zona, muy vinculada a la situación en Irán, podría desembocar en una agudización de la crisis energética, con interrupciones parciales en la oferta y precios muy por encima de los actuales. Este elemento es crítico, ya que de su evolución va a depender la respuesta del Banco Central Europeo a las tensiones inflacionarias y, por tanto, endurecimientos adicionales en la política monetaria.

Por lo que se refiere a la crisis financiera internacional, las noticias procedentes de los EEUU en las últimas semanas apuntan a un nuevo episodio, que podría afectar a la deuda corporativa y a segmentos del mercado hipotecario de mayor calidad, así como otros ámbitos del crédito personal (automóviles, tarjetas de crédito, crédito estudiantil, etc.). En este ámbito, las recientes caídas de precios de la propiedad inmobiliaria en los EEUU, con reducciones promedio en los primeros meses de 2008 en el entorno del 12%, disminuciones superiores al 20% en Los Angeles y Miami y previsiones de nuevas caídas para la segunda parte del año, aparecen como la principal amenaza. Y ahí la crisis energética y la financiera se entrelazan: nuevas alzas de los precios de la energía deprimen la renta de los hogares americanos, impactan sobre su capacidad para atender sus obligaciones financieras y acentúan la caída de precios de la vivienda. Y esa, a su vez, tiene los consabidos efectos negativos sobre los balances bancarios, y sobre los mercados de crédito. Por último, de deteriorarse substancialmente la actividad en los EEUU, quizás la Fed podría verse obligada a nuevas reducciones de los tipos de interés (algo que ahora mismo no se contempla), lo que redundaría en nuevas caídas del dólar, y por tanto, nuevos incrementos de precios de la energía.

En síntesis, el abanico de choques a los que está sujeta la economía española la sitúa en una muy difícil posición. Su rápido deterioro en los últimos meses expresa el impacto simultáneo del hundimiento de la confianza, la crisis inmobiliaria, las restricciones en los mercados internacionales de crédito y la llamarada inflacionaria de

los precios del petróleo y otras primeras materias. Y las dificultades objetivas en la predicción de qué sucederá con algunos de esos elementos introducen una muy elevada dosis de incertidumbre sobre el inmediato futuro de la actividad en España. De mejorar notablemente los choques financiero y energético, el horizonte más probable es de crecimiento bajo, pero positivo, tanto en 2008 como en 2009. No obstante, un agudizamiento de las tensiones

procedentes del exterior, bien sea en forma de nueva acentuación de la crisis financiera o de nuevo impulso alcista en los precios energéticos, de buen seguro que acentuará las tendencias recesivas que se están poniendo de manifiesto en España estos últimos meses. Cual será el futuro inmediato del crecimiento del PIB español está, como otras veces en nuestra moderna historia, en manos foráneas.