

La recuperación internacional y sus efectos para la salida de la crisis de la economía española

Carlos Maravall Rodríguez*

Introducción

La economía española no va a salir de esta crisis de la misma manera en la que lo hizo en anteriores: devaluando frente a la principal divisa de referencia. La pertenencia al Área euro impide, precisamente, tal posibilidad. Sin embargo, no es ésta la única forma de retomar la senda de crecimiento. Para empezar, aunque la devaluación fuera una posibilidad, la coyuntura de nuestros principales socios comerciales no es precisamente boyante como para ejercer un efecto arrastre sobre la actividad en España. Por otra parte, la devaluación tiene un impacto más relevante en economías de pequeño tamaño: una leve fracción del mercado de las principales economías supone un incremento notable de la actividad a la que se enfrentan sus empresas. Pero, en este sentido, el tamaño relativo de la economía española es hoy mayor que hace 15 años en relación a sus homólogas europeas: la exportación no es, por tanto, un vehículo que dinamice la economía como en el pasado.

Por este motivo, la recuperación del crecimiento de la economía española en esta ocasión debe venir de la mano del saneamiento de los balances de los dos sectores que han tenido un comportamiento más dinámico durante el ciclo actual y evidente impacto sobre la demanda nacional: hogares y empresas. Es decir, en un contexto internacional como el actual, con una crisis económica global, la economía española debe salir por su propio pie de ésta. Las claves de la reactivación residen, en parte, en una recuperación de la posición económica

y financiera de hogares y empresas. La demanda nacional debe formar parte de los elementos de la recuperación.

El análisis anterior implica que la reactivación de la demanda en los principales socios comerciales de España, todos ellos países de la OCDE, no es una referencia como locomotora que ejerza dinamismo sobre la economía española. Ello no quita para que sean una referencia en otro ámbito, en los elementos comunes que comparte la economía española con otras economías que han tenido una senda de crecimiento también basada en el endeudamiento. Por ello, la recuperación de la actividad internacional es relevante, no tanto por la expectativa de que genere tracción en España, sino por las señales comunes que va a tener la salida de la crisis en España con la otros países y, en particular, con los países anglosajones, entre los cuales se encuentran algunos de los principales damnificados por la crisis actual.

¿Cuáles son esas señales de giro? Las principales se refieren al sector construcción, objeto de análisis en este artículo. Éste ha sido el sector que ha liderado el deterioro de la economía tanto en España como en Estados Unidos, Irlanda, etc. En Estados Unidos, el deterioro no ha venido determinado tanto por su impacto directo sobre la actividad (sólo pesa un 4,2 por 100 sobre el total del producto interior bruto), sino, fundamentalmente, por el lastre que ejerce en la concesión de nuevo crédito por parte de las entidades de crédito (al ser los activos de las entidades créditos concedidos para la compra de vivienda que pierden valor al caer los precios de ésta). Por el contrario, en España, el impacto puede tener lugar por una vía adicional: el elevado peso que tiene el sector de la construcción tanto sobre la actividad como sobre el empleo.

* Analistas Financieros Internacionales.

Cronología del ciclo inmobiliario residencial

Tras tres años de caídas del ritmo de iniciación de viviendas, empiezan a existir algunas señales de que se observa cierta estabilización en el mercado de la vivienda en Estados Unidos. El índice de precios de la vivienda más relevante con un historial significativo, el OFHEO, se ha recuperado durante dos meses consecutivos desde los niveles máximos de caída del mes de noviembre. Y las medidas adoptadas por la Reserva Federal para continuar rebajando los tipos de interés hipotecarios están surtiendo su efecto, aunque sea dispar. Tras bajar los tipos de intervención al cero por ciento, la autoridad monetaria ha decidido actuar directamente por vía de las cantidades: si los precios (tipos de interés) no son un incentivo lo suficientemente importante como para reactivar el crédito, extendamos crédito (incrementemos el activo de los bancos comerciales en el banco central) directamente a los bancos.

Esta evolución no es baladí: cabe recordar que el deterioro del mercado inmobiliario se ha reflejado en una amplia gama de registros. Pero si hay un número elevado de variables sobre las que debemos observar una mejora, tales señales pueden constituir, sin embargo, un ejercicio parcial, cuando menos, de la evolución que puede estar teniendo el mercado inmobiliario / de la construcción en una economía. Sirven de referencia en caso de que uno no disponga de una metodología o una cronología de la evolución del

mercado inmobiliario a lo largo del ciclo económico. Pero, dado el número de ciclos inmobiliarios de los que se tienen observaciones (al menos, para Estados Unidos), que éste tiende a reproducir los mismos patrones en cada ciclo y que, en última instancia, una parte no despreciable del ciclo económico está relacionado con el ciclo inmobiliario¹, podemos llevar a cabo un análisis metódico de la evolución que está teniendo éste en función de las fases y registros que deben de observarse para asegurar que existe una recuperación de la actividad afectada por una crisis inmobiliaria.

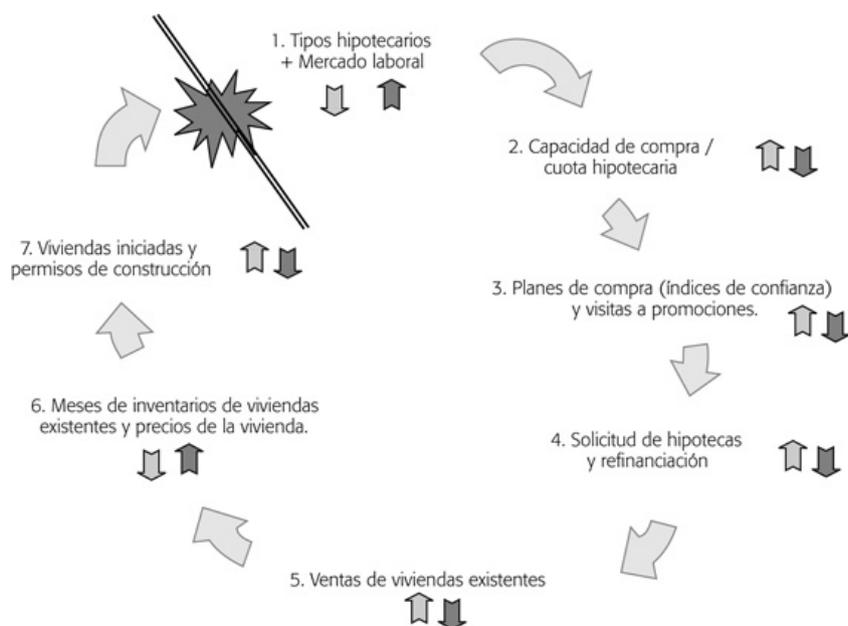
En el gráfico 1 se expone un análisis muy simplificado del ciclo que debieran seguir los distintos indicadores del mercado inmobiliario en caso de que tenga lugar una mejora duradera de éste. Pre-requisito necesario para una señal de recuperación duradera es que tenga lugar una mejora en la situación de los hogares. Esta mejora debe tener lugar tanto en términos de una recuperación:

- del mercado laboral, como de
- las condiciones financieras a las que tienen que hacer frente los hogares para comprar una vivienda y hacer pagos de una hipoteca.

¹ Un buen comienzo para valorar la importancia del ciclo inmobiliario para la actividad lo constituye Leamer, E.E. (2007) "Housing IS the business cycle", *NBER WP13428*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138, EE UU.

Gráfico 1

CRONOLOGÍA DEL CICLO DEL MERCADO INMOBILIARIO



Los dos primeros apartados del gráfico recogen, precisamente esta evolución: sea por una caída de los tipos hipotecarios o por una mejora del mercado laboral, los hogares se verán más capacitados para acometer nuevas decisiones de inversión.

Cosa distinta es que los hogares lleven a cabo tales decisiones de inversión, por mucho que dispongan de margen para llevarlas a cabo. Los puntos 3 y 4 se refieren, precisamente, a este paso intermedio entre la demanda latente o potencial que pueda existir de vivienda y su concreción en la práctica. Los planes de compra y las visitas a promociones se refieren a información derivada de encuestas de sentimiento a los hogares. En este sentido, la sensibilidad que muestran frente a cambios en la conducta de los hogares no es muy elevada. Sin embargo, cuando la actividad económica empieza a hacer mella en el comportamiento de los hogares (en un sentido positivo o negativo), ésta se acaba trasladando al comportamiento del conjunto de la muestra.

En tanto empiece a reactivarse el mercado inmobiliario pasaríamos, después, a observar una menor caída o, incluso, un incremento en el número de ventas de viviendas existentes, a la vez que empezarían a tener lugar presiones de demanda sobre la fijación de precios. Ello vendría determinado porque la oferta no fuese capaz de atender, con la suficiente prontitud, la demanda existente y se redujesen los meses de inventarios de viviendas existentes. Estos aspectos quedarían recogidos en los puntos 5 y 6.

En última instancia, acabaríamos por observar el paso séptimo, en el que la demanda de vivienda exige la construc-

ción de nuevas unidades, y la petición de nuevos visados de obra nueva y permisos de construcción. Para que tenga lugar esta última observación es preciso que el exceso de oferta acumulado a lo largo del anterior ciclo se vea muy reducido y que la expectativa de crecimiento sea relativamente estable para los próximos trimestres, de manera que los hogares se sientan lo suficientemente confiados como para acometer la decisión de invertir en una vivienda (y los bancos estén dispuestos a proveerles financiación).

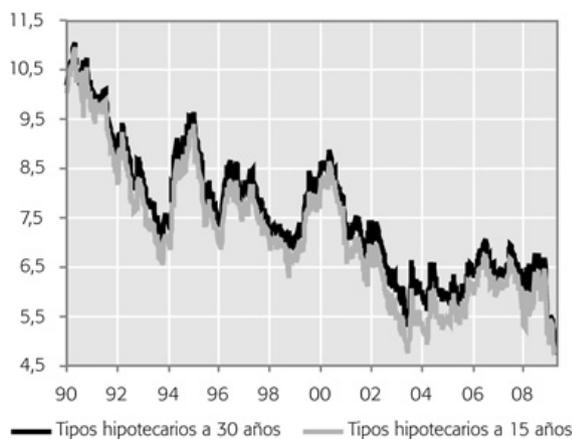
El caso de Estados Unidos

Los pasos observados en el gráfico se corresponden con la evolución que cabe esperar en cualquier mercado inmobiliario residencial. Indicios significativos de recuperación se observan en algunas de las variables más relevantes del mercado inmobiliario de Estados Unidos, como ponen de manifiesto los siguientes gráficos. Éstas vienen determinadas, fundamentalmente, por el impacto que pueden estar teniendo los programas de apoyo a las condiciones financieras a las que se enfrentan los hogares. Es decir, las bajadas de tipos que se reflejan en el segundo gráfico han tenido su traslación a la capacidad de compra (gráfico 4), o la refinanciación de hipotecas (gráfico 6) de aquellos hogares que mantienen su puesto de trabajo. Pero como se puede ver en el gráfico 3, el mercado laboral no está generando nuevos puestos de trabajo que incrementen, significativamente, el número de estos hogares potenciales compradores de vivienda.

Es por ello que, por el momento, no se registra un pulso de la demanda de la suficiente intensidad como para

Gráficos relacionados con la evolución del mercado inmobiliario en Estados Unidos

2: TIPOS HIPOTECARIOS

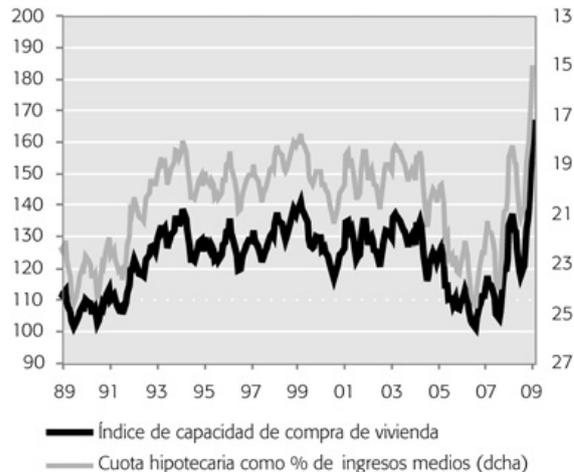


3: MERCADO LABORAL

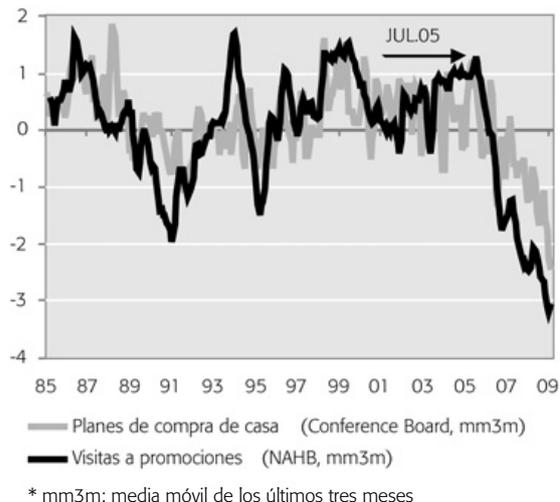


Gráficos relacionados con la evolución del mercado inmobiliario en Estados Unidos

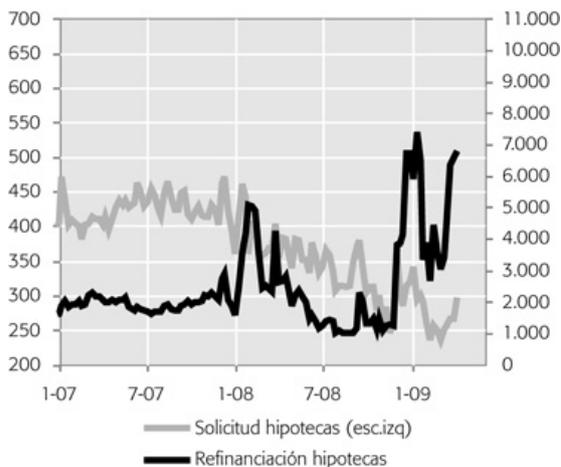
4: CAPACIDAD DE COMPRA / CUOTA HIPOTECARIA



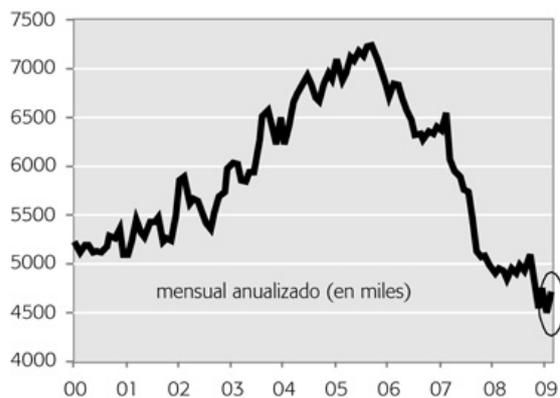
5: PLANES DE COMPRA Y VISITAS A PROMOCIONES*



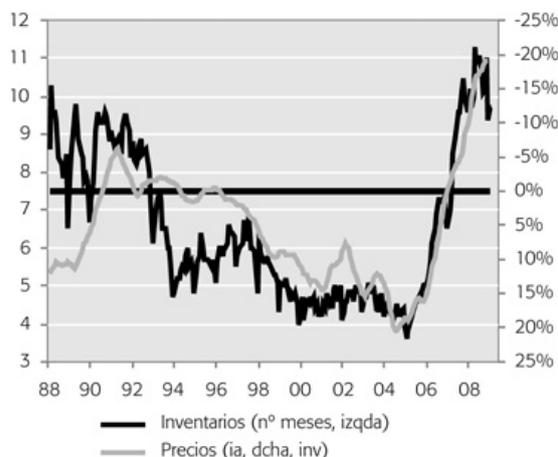
6: SOLICITUD DE HIPOTECAS Y REFINANCIACIÓN



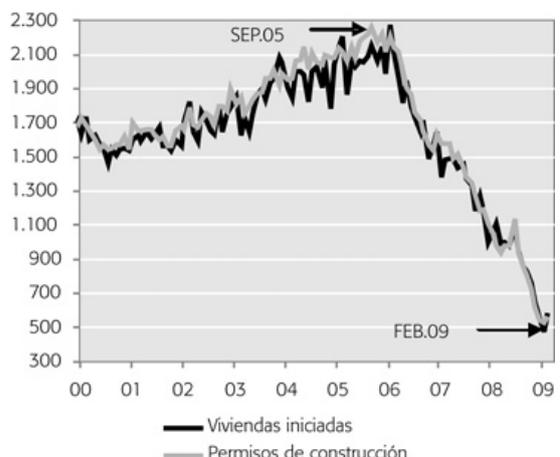
7: VENTAS DE VIVIENDAS EXISTENTES



8: MESES DE INVENTARIOS DE VIVIENDAS EXISTENTES Y PRECIOS DE LA VIVIENDA CASE-SHILLER



9: VIVIENDAS INICIADAS Y PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN



decir que hemos alcanzado un suelo (gráfico 5). Hay signos claros de agotamiento en el ritmo de deterioro (resto de gráficos), pero, por el momento, no existe un suelo en el sentido que permita regenerar la actividad y el tejido productivo en torno al sector de la construcción en Estados Unidos

Tenga o no lugar la recuperación en Estados Unidos, es difícil que suceda en España como resultado, simplemente, del arrastre de la actividad que pueda tener lugar a través de la demanda externa de los bienes y servicios producidos en España. Por ello, y frente a la simple espera de que se recupere la actividad en la OCDE, en el apartado siguiente analizamos las variables equivalentes del mercado inmobiliario en España, en la medida de lo posible, ya que no existen variables de estos mismos indicadores en España.

El ciclo inmobiliario residencial en España

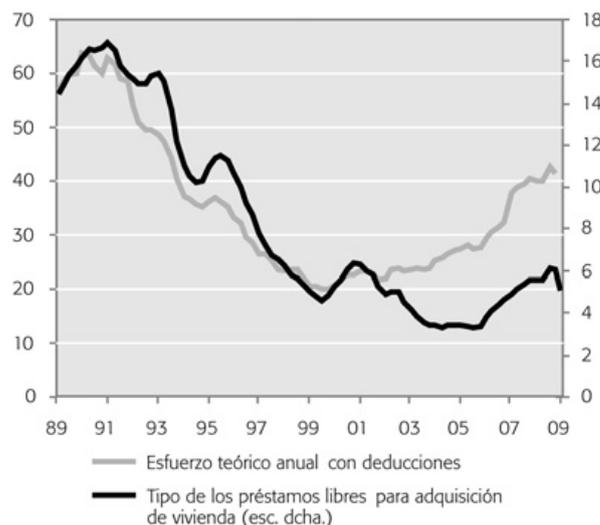
El sector de la vivienda residencial en España debe experimentar un ajuste que, si no necesariamente de la misma intensidad que en Estados Unidos, sí va a ser de calado. Aparte de la posible re-estructuración que tenga que tener lugar en el sector (particularmente, la caída en la tasa

de vivienda en propiedad frente a la de alquiler, tal y como se observa en otros países de la UME), el ajuste va a tener un comportamiento distinto en base a algunos aspectos que diferencian el mercado en España:

- *Cantidades versus precios:* mientras en Estados Unidos el ajuste ha tenido lugar vía precios y cantidades desde un primer momento, en España el ajuste ha tenido lugar, mayoritariamente hasta el momento, vía cantidades.
- *Ajuste rápido o pausado:* ello no significa que no vaya a tener lugar un ajuste vía precios en España. Por el contrario, se espera que, aunque tenga lugar una leve caída nominal, la estabilización del nivel de precios a lo largo del tiempo puede generar una caída de precios en términos reales que sea bastante intensa.
- *El papel de la demanda / población latente:* El incremento de población que ha tenido lugar en España no ha se dado, con la misma magnitud, en términos proporcionales, en Estados Unidos. Es decir, en España existe un porcentaje importante de la población que, por su edad, incide en la demanda de vivienda y quiere acceder a ella si las condiciones económicas (mercado laboral) y financieras (tipos hipotecarios) lo permiten.

Gráficos relacionados con la evolución del mercado inmobiliario en España

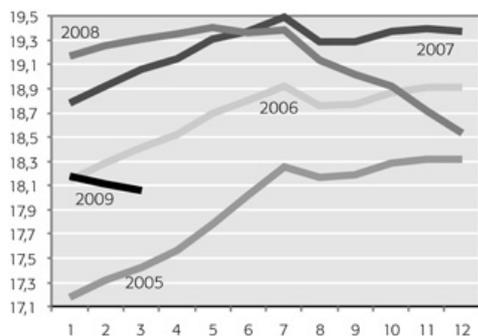
10: TIPOS DE INTERÉS Y ESFUERZO TEÓRICO PARA ACCEDER A UNA VIVIENDA POR EL HOGAR MEDIANO *



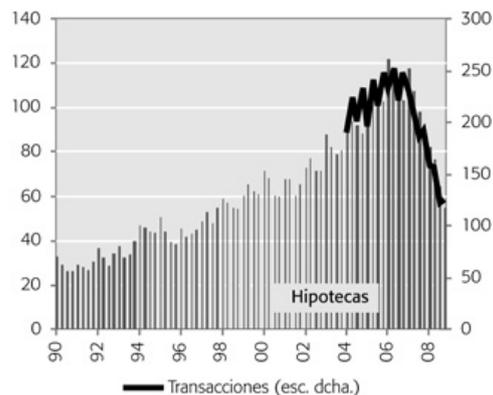
* Importe de las cuotas a pagar por el hogar mediano, netas de deducciones fiscales, en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo financiada con un préstamo estándar del 80 por 100 del valor del piso, en porcentaje de la renta anual disponible del hogar.

Gráficos relacionados con la evolución del mercado inmobiliario en España (*continuación*)

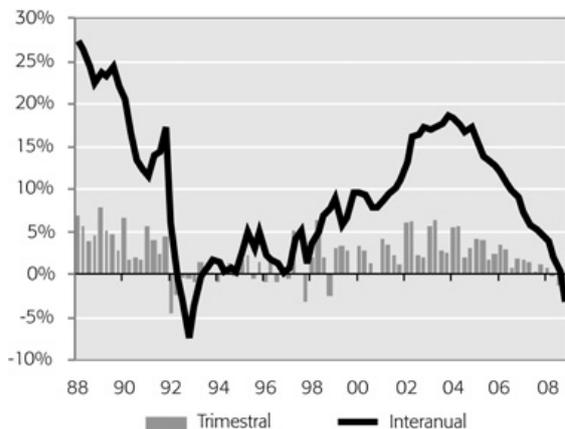
11: AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL, MILLONES



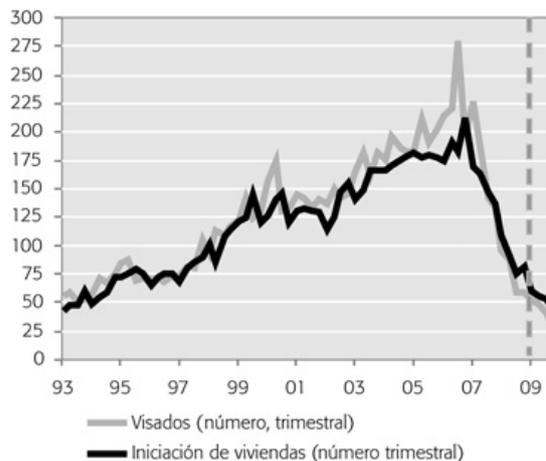
12: TRANSACCIONES E HIPOTECAS DE VIVIENDAS LIBRES (MILES)



13: PRECIOS DE VIVIENDA



14: VISADOS E INICIACIÓN DE VIVIENDAS



Aún teniendo en cuenta las salvedades expuestas en los puntos anteriores, cabe decir que el patrón de ajuste observado en Estados Unidos es válido para el caso español, al tener el primero un mercado residencial más transparente. Por ello, es una referencia válida para conocer el momento de la recuperación del mercado en España.

Los gráficos 10-14 detallan cuáles son las principales variables que deberán mostrar una mejoría en España, antes de que podamos decir que la economía española ha salido de la crisis actual. En general, se pone de manifiesto:

- un comportamiento similar al visto en Estados Unidos en las variables relacionadas con las condiciones financieras a las que se enfrentan hogares y empresas. Ello obedece al esfuerzo llevado a cabo por los bancos centrales a uno y otro lado del Atlántico de reducción de tipos que se reflejan en una

caída significativa del esfuerzo que deben de hacer los hogares para acceder a una vivienda (gráfico 10).

- Sin embargo, y en línea con lo que ha acontecido hasta el momento en Estados Unidos, el mercado laboral no da pie a los hogares para acometer nuevas inversiones en vivienda (gráfico 11).
- Por último, los leves indicios de establecer un suelo en la actividad, que se observan en Estados Unidos, no tienen una correspondencia en España (resto de gráficos).

Conclusión

La magnitud de la crisis económica actual alienta la expectativa de observar, cuanto antes, alguna señal de me-

jora que permita afirmar que, si no se ve la luz al final del túnel, al menos estamos al principio del fin. Dado que los sectores inmobiliario y de la construcción han liderado el deterioro económico actual y se encuentran detrás del elevado deterioro de las cuentas de las entidades de crédito, es preciso asistir a una estabilización de éstos antes de poder pensar en una recuperación de la economía. Por desgracia, los principales indicadores de actividad de estos sectores no muestran todavía un suelo, no ya en España,

sino en Estados Unidos, país en el que el ciclo se ha anticipado al habido en España. Como mucho, se puede observar que aquí estamos próximos al fin del principio. Por tanto, en la medida en que el sector financiero (en Estados Unidos, para apoyar una recuperación global) y que este y el mercado laboral, en España, no puedan contar con señales de menor deterioro en el sector de la construcción, será difícil contemplar una salida de la crisis en el medio plazo.