

España: desaceleración económica y crisis hipotecaria en 2007

Miguel Ángel López Zúñiga y Monserrat Romero Alarcón*

Lo siento, no traigo buenas noticias para España.
Oliver Blanchard, economista en jefe del FMI.

A lo largo de la última década, España ha gozado de una bonanza económica al obtener tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB) de 3 y 4% anual, colocándose por arriba del promedio de la Zona del Euro, y con ello, llegó a posicionarse como una de las economías modelo de Europa, al punto de que se llegó a mencionar que, posiblemente, el país habría pasado a ocupar el séptimo lugar del *ranking* de los países industrializados.¹ Pero, tiempo después de esta especulación (31 de enero de 2007), en julio del mismo año, la economía española se encontraba al borde de una desaceleración. El motivo: una disminución de la inversión en construcción y del consumo de las familias presumiblemente provocadas por una aguda crisis en el sector hipotecario.

Así, la actividad económica experimentaría una brusca desaceleración, lo que dejaría en el pasado –definitivamente– un prolongado ciclo expansivo. Los indicadores económicos disponibles, hasta el primer trimestre de este año, permiten observar que el deterioro del dinamismo económico se ha intensificado. En descargo de ello, las proyecciones de diferentes organismos e instituciones constatan, en mayor o menor medida, este fenómeno. Por tales razones en el presente artículo se revisarán, en la primera parte, la bonanza económica y las causas de la crisis hipotecaria, en la segunda, las consecuencias macroeconómicas de ésta, para en la tercera mostrar las medidas que tomó el gobierno español para hacer frente al deterioro económico, así como las perspectivas de su economía. Finalmente, se hacen algunas conclusiones y comentarios surgidos a la luz de este documento.

* Integrantes de la Sección Pesquisas de *Economía Informa* y miembros del Seminario de Credibilidad Macroeconómica, Facultad de Economía, UNAM. Los autores agradecen a Miguel Ángel Aparicio Ramírez por su asistencia en la obtención de datos estadísticos.

¹ Para un análisis del lugar que ocupa la economía española en el ranking mundial, véase López, 2007.

I. Bonanza económica y crisis hipotecaria

La burbuja inmobiliaria en España ha sido más amplia que la mayor parte de los países europeos, desde luego más amplia que la de Estados Unidos. En este sentido, habría que presumir de más vulnerabilidad.

Alan Greenspan

Desde 1996, poco antes de que formara parte de la Unión Europea (UE), España venía registrando tasas de crecimiento del PIB de 3, 4 y 5%. Este éxito económico ha traído resultados favorables de corto y mediano plazos. Una vez integrada por completo a la UE se creó un horizonte económico clarificado que se tradujo en una mayor confianza de sus socios comerciales y, por ende, en mayor inversión, tanto nacional como extranjera. A su vez, los flujos de comercio permitieron mayor dinamismo a la economía española, apoyados por la creciente exportación de mercancías hacia la Zona Europea.

España gozó de períodos de tasas de interés moderadas y bajas, lo que le hizo tener mayor acceso al crédito –sobre todo hipotecario– y, por tanto, un importante crecimiento del empleo (sobre todo en el sector de la construcción). Además de estos resultados favorables acumulados por la economía española en las dos últimas décadas (a excepción de la crisis de 1993), aparece también un entorno positivo de políticas que destaca, entre otras, por una política monetaria –gestionada por el Banco Central Europeo (BCE)– enfocada a reducir la brecha inflacionaria entre España y la Zona Euro, una política fiscal sólida, moderación de los salarios y, sobre todo, reformas estructurales que le permitieron mantener este crecimiento.

Además, España gozó de menor déficit fiscal, sin tener que incrementar el gasto público. Aunado a esto se presentaron otros dos factores importantes que apuntalaron el auge económico y que fueron derivados de una disminución en las tasas de interés: *a)* el incremento en el consumo de las familias y *b)* mayor inversión en el sector de la construcción. Como era de esperarse, este dinamismo se trasladó en un aumento significativo de la demanda agregada del país.

Tras la crisis de las “hipotecas basura” o de alto riesgo (*subprime*) que persiste en Estados Unidos (EU) desde mediados de 2007 y debido a que el mundo se encuentra más interrelacionado económicamente, otros países del mundo, como es el caso de España, han sufrido los estragos. La crisis hipotecaria en Estados Unidos, *a grosso modo*, se produjo por una combinación de varios factores, por un lado, una disminución de precios en el mercado inmo-

biliario y por el otro, unas tasas de interés bajas, lo cual estimuló la demanda sobre este sector, al tiempo que la población se sobreendeudaba para atender los pagos del costo de la vivienda.

Las hipotecas de alto riesgo han afectado varias instituciones financieras y bancarias. Sin embargo, en España no se presentó este fenómeno de hipotecas de alto riesgo, acaso por el ejercicio de mayor control en la asignación de créditos, a diferencia de EU. Es de señalarse que la gestión de riesgos en el país ibérico se hacía a través de un estudio más conciso del historial crediticio de la persona que solicitaba el financiamiento y se aplicaron medidas más estrictas para canalizar los recursos. Por ello, el gobernador del Banco de España –Miguel Ángel Fernández Ordóñez–, afirmaba que “el peso de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo en los bancos es completamente marginal”.

Sin embargo, la desaceleración del mercado hipotecario se derivó de otros factores como fueron el sobreendeudamiento de la población, que cada vez se atenuaba más. El problema se agravó cuando se presentó un aumento, tanto de las tasas de interés como de los precios de las viviendas. La deuda promedio sobre el nivel de renta disponible de los españoles creció 56.1% tan sólo en seis años, derivado en gran parte del auge hipotecario. En este contexto, el incremento en las cuotas de las hipotecas ha mermado el ingreso disponible de las personas.² Por ejemplo, el precio de las hipotecas se ha incrementado 15% en promedio de 2000 a 2006, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

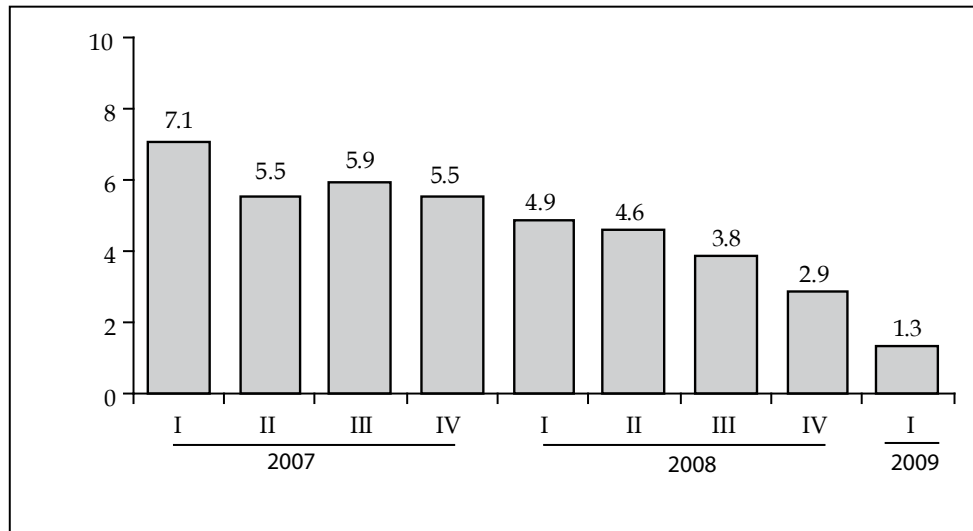
Conforme se iba atenuando la crisis hipotecaria, la disminución del consumo se hacía más latente. Los motores de la demanda interna no seguían siendo los mismos, es decir, el dinamismo que se presentaba, a inicios de la bonanza económica, en el consumo de los hogares y en la inversión en construcción (*boom* inmobiliario) disminuía paulatinamente al igual que su proyección para los siguientes años. Así, el crecimiento de la demanda agregada obedecía, en parte, al consumo público y a la inversión en bienes de capital.

El sector de la construcción empezaba a dejar de ser el sector más expansivo de la economía. Las estimaciones de esta actividad tendían a decaer para el tercer trimestre de ese año. Si se observa la gráfica 1 se puede constatar que si bien en el segundo trimestre de 2006 venía disminuyendo, fue hasta el tercer trimestre de 2007 cuando dicha caída se hizo más pronunciada, al caer de

² Una de cada cuatro familias que tiene una hipoteca destina 45% de su ingreso para su pago.

4.6 a 3.8%. Las disminuciones continuaron hasta el primer trimestre de 2008 (1.3%). Esto proporcionaba una muestra clara de la situación económica por la que atravesaba el país español.

Gráfica 1
España: inversión en construcción, 2007-2008
-variaciones trimestrales-



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España, 2008.

La reducción en este indicador es motivada por una baja en el precio de las viviendas y por los problemas de crédito que no alcanza a cubrir toda la demanda de solicitudes para pagar las hipotecas. A su vez, muchos desarrollos inmobiliarios están sufriendo dificultades financieras y la cartera vencida se ha incrementado en 48% durante 2007, alcanzando un valor de 1 000 millones de euros (MDE), afirmó el Banco de España. La disminución en el dinamismo de estos dos indicadores provocó que la economía española se encontrara al borde de una desaceleración, que se pronunció a finales de 2007 y que continuará a principios de 2008.

El crédito a las inmobiliarias creció, a pesar de la crisis, en 24%, a inicios de 2008. Así la deuda por concepto de hipotecas ascendió de 94 970 MDE en 2004 a 303 497 MDE para finales de 2007. A su vez, los créditos de difícil cobro (con problemas de morosidad) llegaron a los 1 584 MDE, con una tasas de 0.52% en el mismo año. Las autoridades económicas prevén que la inversión en construcción caiga 0.2% en este año y 1.2% en 2009. El desplome en el

sector de la construcción es evidente: por un lado los permisos de vivienda han caído 47% en febrero y las ventas de las grandes inmobiliarias 72% en el primer trimestre de este año.

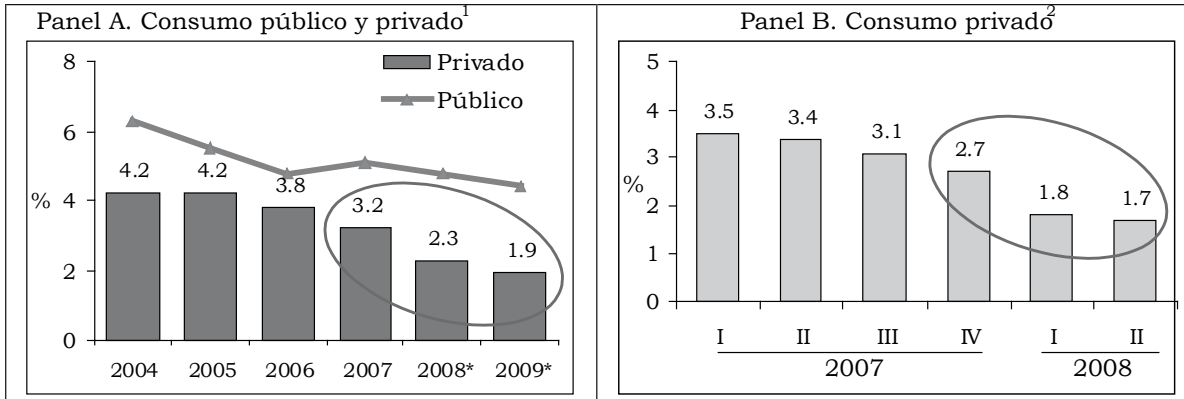
A inicios del 2008 las entidades financieras acumulan 6 232 millones de créditos dudosos de cobro. Este entorno avisaba de otro riesgo: la morosidad. Esta registraba un crecimiento a inicios de 2008 en 83%, el nivel más alto desde hace siete años. Así, la tasa de morosidad alcanza 1.2% del total de créditos. Otro factor que ha encarecido el precio de las viviendas es la subida del Euríbor, el índice de referencia para las hipotecas, el cual ha contribuido a elevar los niveles de créditos malos y, además, no ha dejado de incrementarse hasta llegar a casi 5 por ciento.

II. La desaceleración macroeconómica

A finales de 2007 la mayoría de los indicadores que componen la demanda agregada empezaban a mostrar síntomas de desaceleración. El incremento en los intereses de las viviendas, los problemas de inflación, los incrementos en los precios del petróleo, el endeudamiento y los problemas de apalancamiento financiero, mermaban el poder adquisitivo de las personas y, por ende, su ingreso disponible. Todo esto convergía en un menor ingreso destinado al consumo.

La gráfica 2 Panel A muestra la caída de la tasa anual (encerrada en una elipse) en el consumo privado. Se estima que pase de 3.2%, con que cerró en 2007, a 1.9% para 2009. Por su parte, el consumo público también mostraba, en menor medida, una disminución en las proyecciones para 2008 y 2009, 4.8 y 4.4%, respectivamente. Asimismo, en el Panel B se puede percibir de forma más clara, con datos trimestrales, los cambios más drásticos de la desaceleración en el consumo de las familias y que concuerdan con las proyecciones.

Gráfica 2
España: Consumo privado y público, 2004-2009



^{1/} Variaciones anuales.

^{2/} Variaciones trimestrales.

* Proyecciones del Banco de España.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de España, 2008.

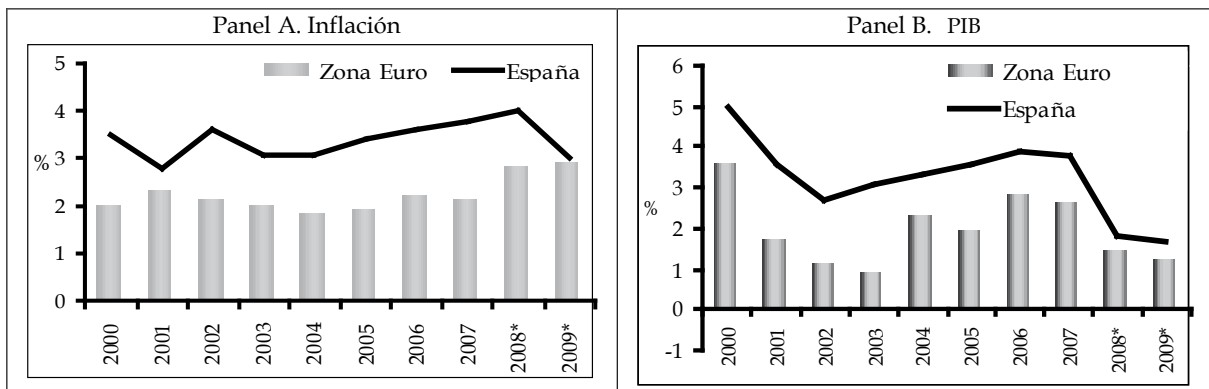
Como se mencionó anteriormente, tanto el consumo como la inversión del sector de la construcción apuntalaron, por un período de diez años, el crecimiento económico de España. Una vez que estos motores de la demanda agregada empezaron a desacelerarse, los diversos componentes macroeconómicos se comportaron en el mismo sentido. Para finales del tercer trimestre de 2007 se vislumbraba el final de la bonanza económica por la que España transitaba. A pesar de que las autoridades monetarias y fiscales no lo reconocieron y en cambio mostraron cierto escepticismo ante tal situación.

La gráfica 3 Panel B muestra la desaceleración del PIB español para 2008 y 2009. La caída, pronosticada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) va de 3.8 a 1.8 y 1.7% para 2007, 2008 y 2009, respectivamente. Se puede observar cómo España venía creciendo por arriba del promedio de los países de la Zona Euro, pero a partir de 2007 la brecha entre estos comienza a cerrarse, principalmente porque la disminución del crecimiento de la economía española (elipse) y no porque se haya incrementado el producto de la Zona Euro.

Otro indicador macro, ya de por sí poco favorable para la economía, que continuó con su tendencia alcista fue la inflación, medida por el índice de precios al consumo (IPC). Éste ha fluctuado alrededor de 3.5% desde 2000, llegando a 4% para 2008 y disminuyendo a 3% para 2009, según el FMI. En

la gráfica 3 Panel A se observa cómo la inflación, para este período siempre ha estado por arriba del promedio de la Zona Euro y, contrario al producto, la brecha entre estos dos se ha cerrado, sin embargo, en este caso es por el incremento de la inflación en la Eurozona, la cual en 2009 alcanzará 3%, igual que la de España.

Gráfica 3
España y la Zona Euro: PIB e inflación, 2000-2009
-variaciones anuales-



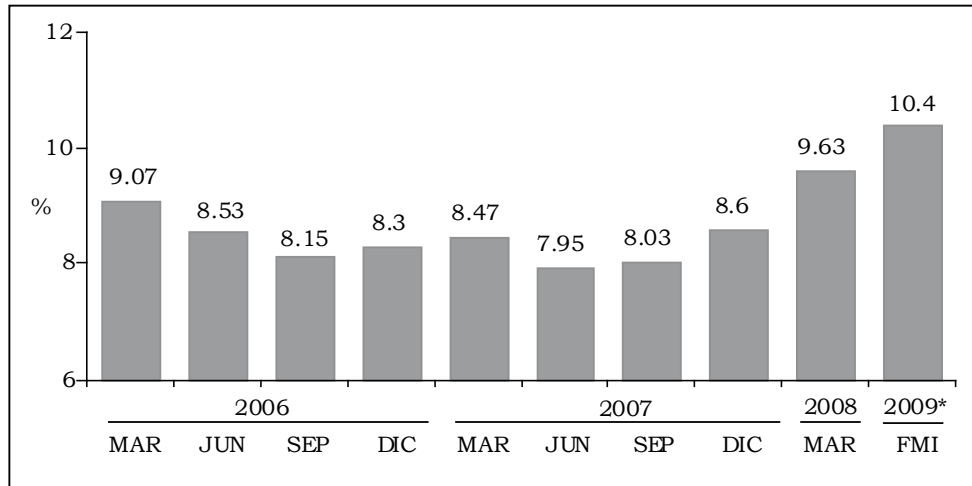
* Proyecciones del FMI.

Fuente: elaboración propia con datos de FMI, 2008.

Por otro lado, debido a que en la construcción emplea a 2.6 millones de personas, esto es casi 13% de los ocupados, es evidente que este sector genere una menor cantidad de empleos y, además, se cierren algunas plazas que ya se tenían ocupadas. El pujante crecimiento en la construcción de casas –por ejemplo, en 2006 se construyeron más de 800 000 viviendas– contribuyó, en un primer período, al incremento en el empleo de esta actividad. Sin embargo, este sector, posteriormente y debido a la crisis, está arrojando la mayor cantidad de despidos en lo que va del año.

En este contexto, la tasa de desempleo (o paro) alcanzó, en el primer trimestre de 2008, 9.6%, más de 1% que al cierre del año pasado, éste es el mayor repunte desde 2004. El desempleo registrado a finales de marzo de 2008 afectó a 2 301 personas, cifra que representa un descenso de 14.4 mil desempleados en relación al mes precedente. Por su parte, los asalariados eventuales han caído a finales de 2007 hasta representar 30.9% del total. Respecto a un año antes, se observa un incremento de 241.5 mil personas, equivalente a una tasa de variación de 11.7 por ciento.

Gráfica 4
 España: tasa de desempleo, 2000-2009
 -variaciones trimestrales-



* Proyecciones del FMI.

Fuente: elaboración propia con datos Banco de España y del FMI, 2008.

La gráfica 4 muestra claramente que la tasa de crecimiento trimestral del desempleo ha registrado crecimientos importantes al pasar de 8.03%, en el tercer trimestre de 2007, a 9.63%, en el primero de 2008, y según estimaciones del FMI pasará a 10.4%, para 2010, obteniendo incrementos de 7 a 11% trimestralmente. Con este crecimiento España, el mayor desde 1994, encabeza la lista de los países en que el desempleo ha aumentado considerablemente. La población que se encuentra afiliada a la seguridad social también se ve afectada por la crisis hipotecaria. Esta ha bajado sobre todo en el sector de la construcción, en el cual hay cerca de 127 000 trabajadores. Con esto se estima una pérdida de 250 000 empleos anuales. A mediados de junio del presente año España cuenta con 380 000 personas que se han quedado sin empleo y ello afectó a 2 353 575 trabajadores en los últimos 12 meses.

III. Cambio de ciclo: soluciones de política y perspectivas económicas

El gobierno ha iniciado un paquete de medidas para reactivar el consumo y paliar los problemas de sobreendeudamiento de la población. Entre ellas están la deducciones fiscales a los asalariados, pensionados y autónomos con

derecho a ellas a partir de junio de 2008, con efectos retroactivos desde enero. Otra es la aceleración de la inversión pública en infraestructura. Las medidas tienen un costo de 10 000 MDE y se inicia con la desgravación de 400 euros en el IRPF (impuesto sobre la renta de personas físicas), lo que inyectaría 6 000 MDE a las cuentas de las familias.

Es necesario que, ante tal situación, se tomen medidas de carácter estructural, declaraba Ordóñez –Gobernador del Banco de España–, con la finalidad de reactivar la economía y compensar el inevitable aumento del desempleo en la construcción. El Gobernador exhortaba por más reformas en el mercado laboral. La nueva política económica supone un cambio del ciclo actual de la economía española. Se hace indiscutible un ajuste del modelo económico de los últimos años, el cual se basaba en el consumo y en la construcción, es decir, virar hacia un nuevo modelo más sostenible que tenga sus pilares en, por ejemplo, el ahorro, la inversión pública y las exportaciones, por mencionar algunos.

En lo que respecta a la construcción, Goldman Sachs estima que para finales de 2008 podría haber hasta 850 000 casas sin vender y 1 100 000 para el siguiente año. Esto equivaldría a 4% de las viviendas existentes en España. Menciona, además, que tardará tiempo en compensar el mercado inmobiliario, dado que la demanda de viviendas es normalmente de unas 400 000 anuales. Además, los problemas se acentúan ya que los menores ingresos fiscales producto de la desaceleración económica y de la devolución de los 400 euros a los contribuyentes del IRPF disminuirá con el excedente de las arcas públicas.

En este sentido el vicepresidente económico español Pedro Solbes, ha manifestado que serán necesarias otras mediadas paralelas a éstas. De esta forma el gobierno aprobó un nuevo paquete de medidas para combatir los problemas de la crisis, éste incluye once medidas con un impacto de 24 200 MDE en dos años, además de recortes en los impuestos y medidas de política económica dirigidas a estimular el consumo. A cambio de esta inyección el gobierno prescindirá del superávit público, pero manteniendo el equilibrio fiscal.

La tasa de crecimiento de la recaudación vía el IRPF cayó de 17% en julio de 2007 a 9.6% en enero de 2008 y para abril lo hizo en 9.2%. El IVA por su parte ha obtenido tasas negativas que van de -16.2% a -10.2% en los que va del año. Según el Ministerio de Hacienda, el Estado gastará en este año 160 158 MDE, esto es 5% más que en 2007. Con el fuerte debilitamiento de la demanda, el gobierno perderá, al menos hasta el 2011, el superávit público que atesoraba desde 2005.

En cuanto a las proyecciones de la actividad económica se vislumbra un panorama desalentador para la economía española. El Cuadro 1 recoge las proyecciones del PIB español para 2008 y 2009 por diferentes instituciones tanto internacionales como nacionales. Se estima un crecimiento promedio de 2.1% para el este año y de 1.7% para el siguiente. Cabe resaltar que el FMI estima la menor tasa de crecimiento (1.8%) en 2008, mientras que la OCDE estima la más alta (2.5%). Sin embargo, para 2009 la Fundación de las Cajas de Ahorro (Funcas) prevé la menor reducción (0.4%) a diferencia de la OCDE que estima la mayor (2.4%).

Cuadro 1
Proyecciones de crecimiento del PIB español, 2008-2009
-porcentaje anual-

Institución	2008	2009
OCDE	2.5	2.4
Instituto Flores Lemus	1.9	1.3
Gobierno	2.3	2.3
Funcas	1.6	0.4
FMI	1.8	1.7
Consenso de Analistas	2.2	1.7
Comisión Europea	2.2	1.8
BBVA	1.9	1.4
Banco de España	2.4	2.1

Fuente: elaboración propia con base en *El País*.

Comentarios y conclusiones

Entre los factores que apoyaron el dinamismo del consumo están: un vigoroso crecimiento del empleo, que sostiene el crecimiento de la renta disponible, el descenso de los tipos de interés, el intenso crecimiento de la riqueza de los hogares, como resultado de la revalorización de los activos inmobiliarios y, en menor medida, financieros. El elevado dinamismo de la economía española, apoyado en el ciclo expansivo del mercado inmobiliario y en el creciente endeudamiento de los hogares, vira hacia un ciclo económico más moderado y a una composición del producto más equilibrada, debido a la desaceleración, de lo que por mucho tiempo fueron sus motores que impulsaron la demanda agregada: el consumo e inversión.

El ciclo expansivo de la economía se ha apoyado en factores particularmente propicios para el dinamismo inmobiliario. Las turbulencias en los

mercados financieros internacionales han irrumpido abruptamente y de forma inesperada la bonanza económica de España, lo cual la sitúa en un período de desaceleración y de ajuste inmobiliario. La duración de las turbulencias introduce un innegable factor de riesgo y de incertidumbre para los siguientes períodos. En términos generales no sólo se han debilitado la posición financiera de los hogares, sino también se ha elevado la incertidumbre sobre posibles perturbaciones adversas, como el sobreendeudamiento. Se esperaría que el período de recuperación del producto se logre sin tantos costos sociales y económicos y en un período no muy prolongado, como lo hizo en la crisis de 1993, que tardó sólo 2 años.

Además, las autoridades económicas y monetarias tienen un estrecho margen de maniobra para salir de la crisis y es por el hecho de pertenecer a una zona monetaria, es decir, con una moneda común y, por tanto, no pueden hacer uso ni del tipo de cambio ni de la tasa de interés. Es por ello que el problema de demanda agregada no se puede resolver por la vía de los instrumentos monetarios. Finalmente, está latente que en los próximos meses, y a causa de brotes inflacionarios en la UE, el BCE eleve la tasa de interés para contrarrestar este fenómeno, lo cual agravaría los problemas económicos y financieros de España.

Bibliografía

- Fernández Ordóñez, Miguel (2008), "Turbulencias en los mercados mundiales: una visión española", Banco de España, Barcelona, mayo 14.
- López Zúñiga, Miguel Ángel (2007), "El ascenso económico de España", *Economía Informa* núm. 345 Facultad de Economía, UNAM, marzo-abril.
- Fondo Monetario Internacional (2008), *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, abril.
- Diario *El universal*, diversas notas, varias fechas, México.
- Diario *Reforma*, diversas notas, varias fechas, México.
- Diario *El País*, diversas notas, varias fechas, México.