

# Desequilibrios estructurales e inflación

EMILIANO CARLUCCIO Y ANTONI ESPASA

EL PAÍS - NEGOCIOS - Economía - 01-11-2009

España ha vivido más de una década de auge económico basado en la explosión del consumo y de la inversión residencial financiada por una expansión crediticia enorme hacia el sector privado. Este patrón de desarrollo ha terminado, y no es de esperar que retornen unas condiciones financieras y crediticias que lo vuelvan a propiciar.

Durante ese mismo tiempo en España han mejorado las infraestructuras y el capital humano, han aumentado las exportaciones, se ha reducido la deuda pública y se ha consolidado una posición de liderazgo en mercados como el turismo, las energías renovables y la intermediación bancaria. Sin embargo, la sensación que muchos observadores comparten en este momento es que estos logros de modernización de la economía española, aunque notables, no son suficientes para asegurar una salida relativamente rápida de la crisis actual.

La situación de la economía española preocupa no tanto por la magnitud de la caída actual del PIB, sino por los desequilibrios acumulados en el mercado de trabajo, en la construcción y en la posición financiera de familias y empresas, y por las débiles perspectivas de recuperación que se derivan de todo ello, que son especialmente preocupantes en el caso del mercado de trabajo. Las previsiones del Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico (BIAM) de la Universidad Carlos III señalan una caída esperada del PIB (en tasa media anual) del 3,7% ( $\pm 0,4$ ) para 2009 y del

1,1% ( $\pm 2,2$ ) para 2010. Las correspondientes caídas previstas para el empleo son de 6,6% y 2,3%, respectivamente.

Para interpretar estas previsiones es necesario tener presente que desde el comienzo de la crisis los desequilibrios antes citados han empezado a moderarse, pero no a corregirse. No obstante, mientras es evidente que estos desequilibrios tardarán años en desaparecer, un aspecto destacado y sorprendentemente rápido del proceso de ajuste de la economía española es la fuerte reducción de la inflación experimentada durante el último año. En 12 meses, la tasa anual de inflación no energética en España se ha reducido en 3,5 puntos porcentuales y se situó en septiembre en un valor nulo. La correspondiente moderación en la zona euro ha estado por debajo de 1,6 puntos porcentuales.

Este ajuste en la evolución de los precios es una consecuencia de la recesión y de los desequilibrios antes citados y no una causa. Una economía de mercado corrige los excesos de demanda y de oferta a través de los precios de los productos y de los factores de producción. Una moderación de los precios al consumo, frente a una caída de la demanda y de las expectativas de los agentes, es una reacción natural y positiva. La economía española tardará años en reformar su sistema productivo y en desarrollar nuevos sectores más competitivos que puedan retomar el dinamismo que en años anteriores ejerció la construcción. Mientras tanto, el ajuste de precios relativos es el único camino posible. Cuando eso no ocurra de forma suficiente se generarán fuertes desequilibrios como los que ya se están observando en la vivienda y en el mercado de trabajo.

Para explicar el rápido descenso de la inflación española hay que considerar la caída del consumo, la rápida destrucción de empleo, el exceso de capacidad instalada en la industria y la evolución en el precio mundial de las materias primas. También la subvención directa del Estado a los precios de los coches es en parte responsable de las caídas en los precios de las manufacturas. Todos estos elementos juegan un papel importante en la moderación de los precios que se ha ido observando, pero en el análisis de la evolución de la inflación en España es necesario considerar la gran expansión monetaria vivida por nuestra economía hasta mediados de 2007 y la rápida contracción ocurrida a continuación. La inflación es también un fenómeno monetario. A pesar de que, a corto plazo, no exista una relación estable entre agregados monetarios e inflación, en el largo plazo los precios suelen ajustarse a los episodios de expansión y contracción monetaria. A partir de 1999 y hasta finales de 2007 el crédito hacia el sector privado creció en España con tasas anuales superiores al 18%. Durante el mismo periodo, dicho crecimiento en los países de la zona euro estuvo sobre el 9%. En buena medida, esa expansión crediticia se financió a través de un déficit exterior creciente, que en los últimos años de la etapa expansiva llegó a situarse por encima del 10% del PIB. Se trata de una expansión monetaria llevada a cabo gracias a los bancos privados y al apoyo y confianza de los mercados financieros internacionales.

Hay que señalar que el crédito sólo representa una parte de dicha expansión. El otro elemento determinante y distintivo del caso español es la rápida revaloración de los activos inmobiliarios y el grado de liquidez que estos llegaron a tener en los años más explosivos del *boom* residencial. Entre 2006 y 2007, el tiempo medio de espera para la venta de un piso en las grandes ciudades llegó a situarse por debajo de las tres

semanas. Promotoras, inmobiliarias e inversores privados se ofrecían como compradores de pisos al contado en todas las zonas donde veían posibilidades de revalorización. En pocas palabras, la liquidez de los activos inmobiliarios llegó a situarse al nivel de bonos del Estado o de una cuenta corriente vinculada. Los pisos no se transformaron en dinero contante, pero tenían un valor de mercado claro y ampliamente reconocido, una elevada rentabilidad y un grado de liquidez muy alto; llegaron a parecerse a lo que tienen los agregados estándar que se suelen incluir en la definición de masas monetarias.

Con el pinchazo de la burbuja no se reduce drásticamente sólo el crédito, sino también el flujo de dinero desde el exterior y el valor de mercado de los pisos, desapareciendo la liquidez de dichos activos, que vuelven a ser, sencillamente, viviendas. Durante los años de expansión, la inflación española ha estado sistemáticamente por encima del promedio de la zona euro. En el último año, el cambio repentino en las condiciones económicas y monetarias ha desencadenado un proceso de convergencia que ha anulado e invertido ese diferencial de inflación, que al repuntar los precios a partir de este mes de octubre podría tender a situarse en línea con el promedio de la zona euro. Las predicciones del BIAM para las tasas de inflación anuales medias de España (los posibles cambios en el IVA podrían suponer unas cinco décimas adicionales) y la zona euro en 2010 son muy similares, de 1,7% ( $\pm 1,1$ ) y 1,4 ( $\pm 0,7$ ), respectivamente.

En conclusión, los riesgos para la economía española no vienen de los precios, sino de los desequilibrios acumulados en la etapa de rápida expansión que terminó en 2008. Nuestra economía tardará años en desarrollar un modelo de crecimiento alternativo capaz de remplazar el

dinamismo de los sectores duramente afectados por la crisis; mientras tanto, el ajuste de precios relativos es el único camino posible. Cuando este ajuste no pueda darse con la suficiente rapidez, nuestra economía se enfrentará al riesgo de crear desequilibrios enormes, como en el caso de la vivienda y del mercado de trabajo.