

FORECAST

**INFORME ECONÓMICO
DE
ESPAÑA**

Julio, 2010

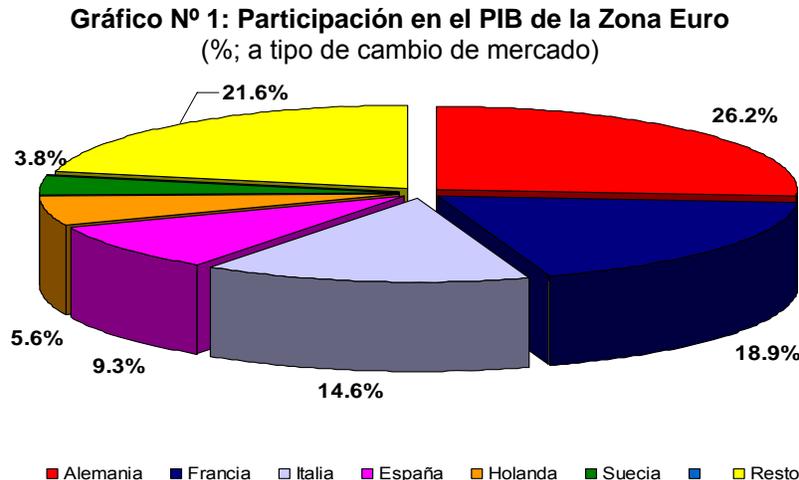
INDICE

1. CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS GENERALES	3
1.1. Tamaño de la Economía	3
1.2. Evolución de Largo Plazo de la Economía	3
1.3. Componentes de la Demanda Agregada.....	4
1.4. Estructura del Comercio Exterior	5
2. INCORPORACIÓN DE ESPAÑA A LA UNIÓN EUROPEA.....	7
3. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS	7
3.1. Ciclo Económico Reciente	7
3.1.1. La Fase Expansiva y sus Desequilibrios	7
3.1.2. Desaceleración y Recesión Económica	11
3.1.3. Recuperación Económica	17
3.2. Mercado Laboral	20
3.3. Política Fiscal	22
3.4. Inflación.....	24
3.5. Política Monetaria.....	25
3.6. Sistema Financiero.....	26
3.6.1. Una mirada a la Evolución Reciente del Sistema Financiero Español	26
3.6.2. Principales Factores de Riesgo Para el Sistema Financiero.....	28
3.7. Proyecciones Macroeconómicas y Principales Factores de Riesgo	29
4. SECTOR CONSTRUCCIÓN	30
4.1. Sector Inmobiliario.....	32
4.1.1. Burbuja Inmobiliaria y Ajuste	32
4.1.2. Medidas de Apoyo al Sector.....	35
4.1.3. Evolución Reciente del Sector Inmobiliario	36
4.1.4. Perspectivas	38
4.2. Infraestructura	39
4.2.1. Plan de Desarrollo de Largo Plazo de la Infraestructura Pública	39
4.2.2. Programa de Inversión en Infraestructura Pública 2010 - 2011	40
4.2.3. Principales Proyectos Identificados en el Sector Transporte	40

1. CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS GENERALES

1.1. Tamaño de la Economía

La economía de España, al igual que su población, es la cuarta más grande de la Zona Euro y, en términos absolutos, la novena del mundo. En el año 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) español llegó a aproximadamente US\$ 1,46 trillones, cifra que representa algo menos de un 10% del PIB generado por la Zona Euro.



Fuente: Eurostat

1.2. Evolución de Largo Plazo de la Economía

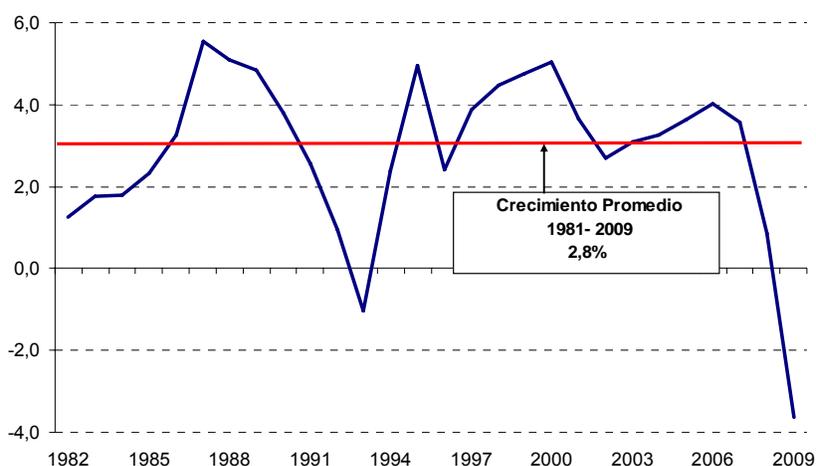
La tasa promedio de crecimiento anual para la economía de España durante las últimas tres décadas fue de un 2,8%, no obstante observarse un amplio rango que osciló entre un -4,0% y un 6,0%, volatilidad que en todo caso es inferior a la registrada en las principales economías emergentes. De esta forma, la desviación estándar en el período 80 - 2009 llegó a un 2,0%, menor a la estimada en los casos de China, India, Brasil y México y similar a la estimada para Estados Unidos y la Zona Euro. El ritmo de crecimiento anual fluctuó durante el período en torno a su media, apreciándose sin embargo dos claros períodos recesivos: principios de los noventa y la recesión que se inició en 2007 y que parece haber llegado a su fin a principios de 2010. La recesión de principios de los noventa, como consecuencia de la crisis del Sistema Monetario Europeo y el ajuste agresivo en las políticas monetarias de varias economías desarrolladas, llevó a la economía española a contraerse por cuatro trimestres consecutivos, llegando el año 1993 a registrar una caída en su producción agregada de casi un 1,0%.

Desde la crisis de principios de los 90, la economía española ha recorrido un largo período de crecimiento, apreciándose una larga y sostenida etapa expansiva. Este ciclo tuvo su origen sobre todo en el hecho que a partir de 1994 las crecientes perspectivas de entrada de España en la Unión Económica Europea (UE) gatilló caídas en las tasas de interés de corto y largo plazo y que, tras la introducción del euro y la desaparición de la peseta y del riesgo cambiario, las tasas reales cortas pasaron incluso en algunos períodos a ser negativas. Adicionalmente la clasificación crediticia de España pasó a "AAA", aumentando la confianza en la economía española. Esta dramática caída en las tasas de interés nominales de corto plazo y largo plazo (desde un 13,3% y 11,7%, respectivamente, en promedio de 1992, a un 3,0% y un 4,7%, respectivamente, en 1999, y al 2,2% y el 3,4%, en 2005) provocó una fuerte y larga ola de inversión por parte de las familias en

vivienda y en bienes de consumo duradero y luego por las empresas en empleo y bienes de equipo, al tiempo que se renegoció a la baja las tasas de interés en los créditos anteriores. A su vez, el aumento de la inversión y del consumo duradero impulsó a la actividad y la creación de empleo, retroalimentando a su vez las decisiones de consumo y de importaciones.

Sin embargo, dicha caída en las tasas de interés, en conjunto con otros factores que se discuten más adelante, generó una burbuja en el mercado de la vivienda, sustentada también y crecientemente por la demanda de vivienda de no residentes e inmigrantes. Este período de bonanza fue seguido por uno de ajuste, que se inició de forma gradual a fines de 2007 y se intensificó en la segunda mitad de 2008 y la primera mitad de 2009, como consecuencia de la crisis financiera internacional. Producto de ello, el PIB español se contrajo un 3,6% en el 2009, casi cuatro veces más que la caída de la producción registrada en la crisis de los noventa.

Gráfico Nº 2: Producto Interno Bruto
(Tasa de crecimiento anual; 1982-2009)



Fuente: Eurostat

1.3. Componentes de la Demanda Agregada

Desde el punto de vista de los componentes del gasto del producto interno bruto y su evolución durante las últimas tres décadas, la cual se muestra en la Tabla Nº 1, destacan los siguientes elementos:

- El consumo privado es el componente más importante del PIB español, llegando a representar casi un 60% del PIB en la década 2000 -2009. Tal como se aprecia en la Tabla Nº 1, dicha participación se mantuvo virtualmente inalterada.
- La importancia relativa de la formación bruta de capital fijo en el PIB aumentó sostenidamente durante las últimas tres décadas, siendo particularmente relevante el aumento durante la última década de la inversión residencial.
- También aumento de forma sostenida la participación del sector público en el PIB.
- Por último, los indicadores de comercio exterior, exportaciones e importaciones, aumentaron drásticamente su participación, principalmente como resultado del mayor comercio derivado del ingreso de España a la UE y la posterior unificación de la moneda.

Tabla N° 1: Componentes del Gasto del PIB
(% del PIB)

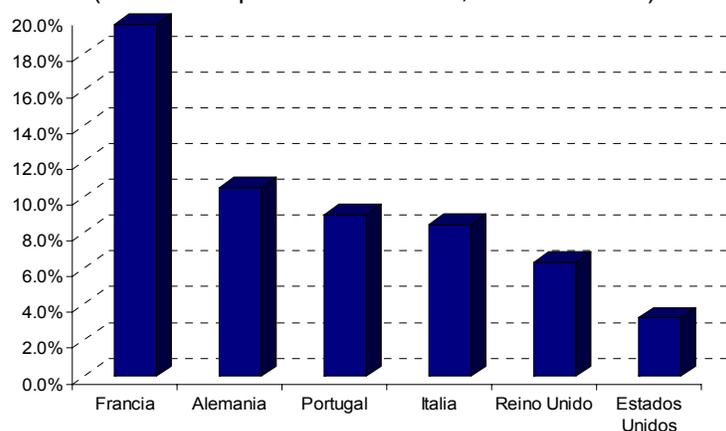
	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010
PIB REAL	100%	100%	100%	100%
• Consumo Personal	61.1%	60.1%	59.7%	59.1%
• Formación Bruta de Capital Fijo	20.5%	23.5%	27.2%	23.3%
• Consumo Público	15.0%	17.5%	18.6%	21.8%
• Exportaciones	14.6%	21.2%	29.3%	29.4%
• Importaciones	11.3%	22.6%	35.7%	34.2%

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

1.4. Estructura del Comercio Exterior

Las exportaciones de España llegaron a los 74,7 billones de euros en los primeros cuatro meses de 2010, siendo la Zona Euro el mayor destino de los productos españoles, con una participación respecto al total de las exportaciones de un 57%. Si se incluyen las exportaciones al Reino Unido dicha participación aumenta a un 63,6%. Por su parte, tal como se desprende del Gráfico N° 3, a nivel de las principales economías de la Zona Euro, el principal destino de las exportaciones españolas es Francia, seguido de Alemania y Portugal.

Gráfico N° 3: Principales Destinos de Exportación
(% de las exportaciones totales; Ene- Abr 2010)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

A nivel de categoría de bienes, los productos intermedios industriales lideran los envíos con una participación de 47,0% respecto a las exportaciones totales, seguidos por bienes de consumo con un 25,0%.

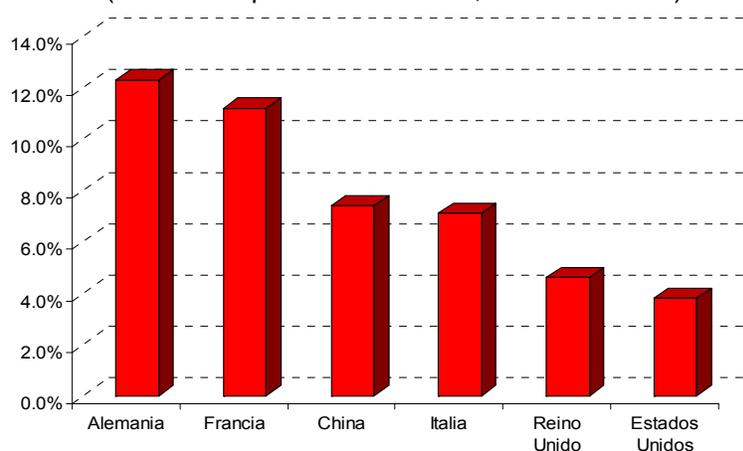
Tabla Nº 2: Exportaciones por Tipo de Bienes
(Ene – Abr 2010)

	% del Total	Acumulado (billones Euros)
Bienes de Consumo	25%	18,8
Productos energéticos intermedios	18%	13,7
Productos industriales intermedios	47%	35,1
Maquinaria	5%	4,1
Otros bienes	4%	3,0
TOTAL	100%	74,7

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Las importaciones españolas de bienes llegaron a 57,4 billones de euros en los primeros cuatro meses de 2010, siendo el principal origen de éstas los países de la Zona Euro (45% de importancia relativa). A nivel individual, destaca la participación de Alemania, seguido por Francia y China.

Gráfico Nº 4: Principales Orígenes de Importación
(% de las importaciones totales; Ene – Abr 2010)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Por sectores, son los productos industriales intermedios los de mayor importancia con un 52,0% respecto a las importaciones totales.

Tabla Nº 3: Importaciones por Tipo de Bienes
(Ene – Abr 2010)

	% del Total	Acumulado (billones euros)
Productos industriales intermedios	52%	29,8
Alimentos, bebidas y tabaco	14%	8,0
Automóviles	11%	6,4
Maquinaria	4%	2,3
Otros bienes	19%	10,9
TOTAL	100%	57,4

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

2. INCORPORACIÓN DE ESPAÑA A LA UNIÓN EUROPEA

Desde 1992 la política económica estuvo en buena medida determinada por el Tratado de la Unión Europea (TUE), conocido también como Tratado de Maastricht, dirigido a la instauración del euro como moneda común de la UE. Las principales medidas suponían el control de la inflación y del déficit público, establecidas en el Pacto de estabilidad, y crecimiento, lo que debía permitir la convergencia económica necesaria entre los países de la UE para la unificación de las monedas.

El 1 de enero de 2002 se sustituyó en España su anterior moneda, la peseta, por el euro. El euro es la moneda oficial de la UE desde el 1 de enero de 1999 y de curso legal en la eurozona, además circula por otros once Estados europeos, tanto de forma pactada como no oficial. Algunos países, como Inglaterra, no muestran interés en incorporarse en la eurozona manteniendo actualmente aún sus monedas nacionales.

A la vez, el Tratado de la Unión Europea atribuye al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SBCE) las funciones de diseño y ejecución de la política monetaria, y la toma de decisiones de forma centralizada por el Banco Central Europeo (BCE). Esto implica, entre otras cosas, que las tasas de interés son fijadas a partir de ese momento por este banco central. Ésta fue quizás una de las medidas más palpables para el ciudadano medio, ya que la política de tasas bajas del BCE durante sus primeros años fue uno de los factores que sustentó el período de bonanza de la economía en el período 1999 – 2006.

3. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA Y PERSPECTIVAS

3.1. Ciclo Económico Reciente

La crisis financiera internacional y su consiguiente impacto sobre la economía global definitivamente cambiaron de forma drástica el escenario en el que se ha desenvuelto la economía española en el último tiempo. La crisis, que ha provocado severas turbulencias en los mercados financieros y ha llevado a la economía mundial a una de sus recesiones más profundas de las últimas décadas, ha amplificado, en el caso de España, el proceso de ajuste que se había iniciado ya internamente para corregir los principales desequilibrios acumulados durante la expansión del período 1999 – 2006. A su vez, cabe señalar que estos desequilibrios estuvieron relacionados con la elevada concentración de recursos financieros y productivos en el sector inmobiliario y un exceso de endeudamiento.

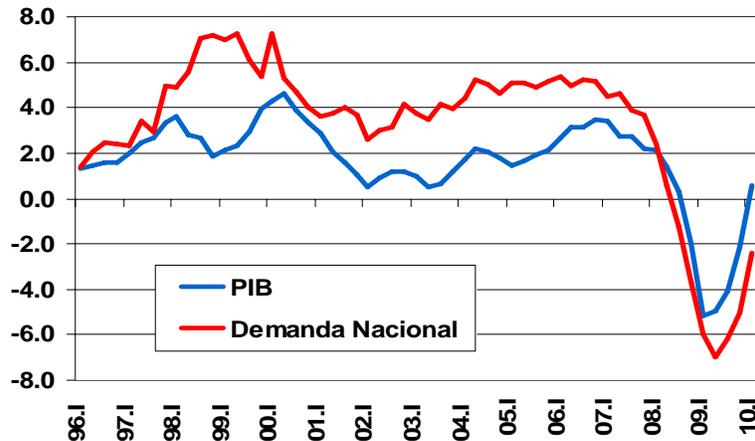
En este capítulo se profundiza el análisis respecto al ciclo económico español reciente, y considera, en primer lugar, una mirada a la fase expansiva de la economía española y a la naturaleza de los desequilibrios internos que gatillaron posteriormente el ajuste, aún en ausencia de shocks externos. En la segunda sección se aborda el ajuste propiamente tal de dichos desequilibrios y los principales impulsos contractivos que la crisis financiera internacional ha provocado sobre la economía. Por último, en la tercera sección del presente capítulo, se analiza el proceso de recuperación, aún muy incipiente, en el que se encuentra sumida la economía española.

3.1.1. La Fase Expansiva y sus Desequilibrios

Durante el período 1999 – 2006 la economía de España experimentó un robusto crecimiento, sustentado, desde un punto de vista fundamental, en un escenario externo muy favorable, condiciones financieras internacionales y locales benignas y políticas económicas expansivas. Ello,

derivó en un gran dinamismo de la demanda interna. De esta forma, este componente registró en dicho período una expansión promedio anual de 4,7%, sustentada en robustos crecimientos del consumo privado (4,2%), la inversión en equipos (5,5%) y la inversión en construcción (6,7%). Frente a ello, la producción avanzó también de forma significativa, aunque lo hizo a un ritmo algo menor, por cuanto su tasa de expansión promedio llegó en el período a un 3,8%. Ello, gatillo importantes mejorías en los niveles de ocupación.

Gráfico N° 5: Oferta y Demanda Agregada
(Tasa de crecimiento anual)

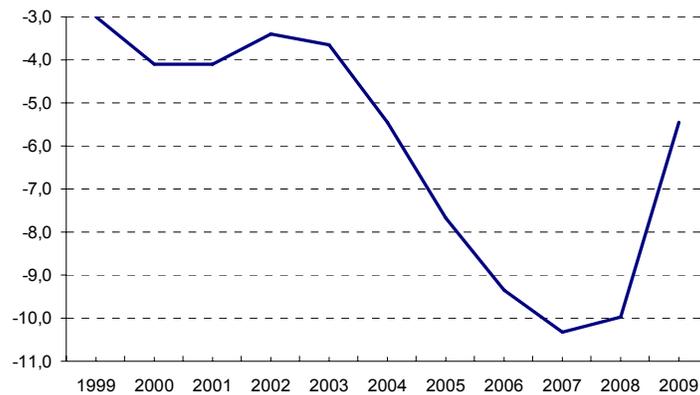


Fuente: Eurostat

El sostenido desequilibrio entre los ritmos de crecimiento del gasto y la producción provocó, por una parte, un endeudamiento exterior creciente y, por otra, una presión sobre los precios domésticos, contribuyendo a mantener un diferencial positivo entre la inflación española y la del resto de los países de la Zona Euro y, por lo tanto, una apreciación en el tipo de cambio real y una pérdida de competitividad de los productos españoles. A diferencia de anteriores etapas expansivas, el aumento del financiamiento no estuvo liderado por el sector público, el que de hecho redujo su deuda en esta fase expansiva del ciclo. Más bien, fueron las familias y las empresas españolas las que incrementaron rápidamente sus niveles de endeudamiento, aprovechando la mayor facilidad para acceder al crédito, en un contexto caracterizado por primas por riesgo bajas, políticas crediticias flexibles y condiciones monetarias más holgadas. En relación con esto último, es probable que las tasas de interés se situaron en ese período por debajo de lo que habrían requerido las condiciones de demanda en España. Adicionalmente, a ello se sumó el fuerte crecimiento en el nivel de ocupación, que se tradujo en mejores expectativas de ingreso, impulsando adicionalmente la demanda por crédito. Esta se vio también impulsada por el gran dinamismo del mercado inmobiliario y el aumento sustancial en los precios de la vivienda.

Como resultado de lo anterior, la economía española, que en su conjunto prácticamente no necesitaba de financiamiento exterior en 1996, en el 2008 tenía elevadas necesidades de financiamiento. De esta forma, el déficit en cuenta corriente pasó de cifras cercanas al 2,0% a fines de la década pasada a casi un 10% en el año 2008.

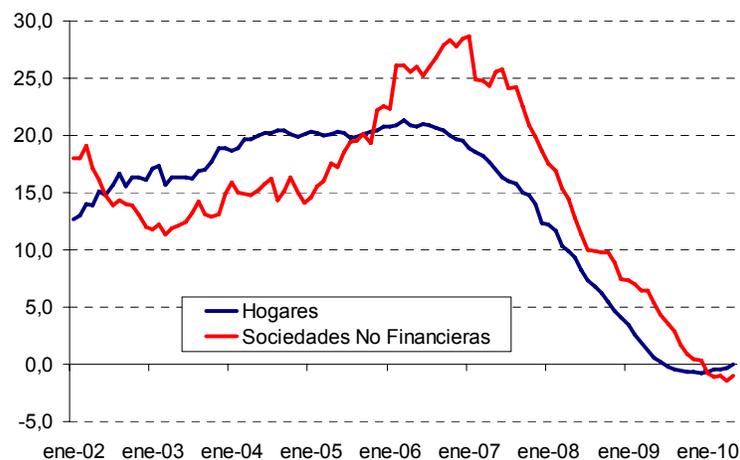
Gráfico Nº 6: Cuenta Corriente
(% del PIB)



Fuente: Eurostat

De acuerdo a un estudio reciente elaborado por el Banco Central de España (BE), el ritmo de endeudamiento de las empresas y familias en el período de expansión resultó excesivo, aún considerando el contexto económico favorable del período.

Gráfico Nº 7: Crédito Bancario Total
(Tasa de crecimiento anual)



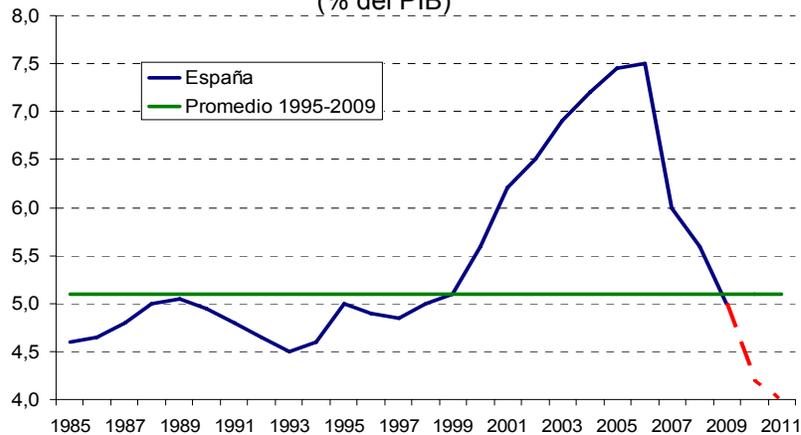
Fuente: Banco de España

Frente a esto, y considerando el hecho que el sector inmobiliario es particularmente sensible a las condiciones de acceso al crédito, dado que éstas afectan directamente tanto a la oferta como a la demanda, en el período de expansión se apreciaron considerables variaciones en el número de transacciones inmobiliarias y en los precios. De esta forma, la mayor parte de las nuevas deudas de los hogares estuvo dirigida a la compra de viviendas, de la misma manera que una parte significativa del crédito en el segmento de empresas se destinó a proyectos inmobiliarios. Así, el número de transacciones inmobiliarias creció exponencialmente, llegando a alcanzar 955.000 en 2006, al tiempo que la construcción de nuevas viviendas se incrementó sustancialmente, de manera que el parque de viviendas aumentó a un ritmo anual de 2,7% entre el 1995 y 2007, desde 18,3 a 25,1 millones. Dicha tendencia se vio también reforzada por la evolución alcista de los precios y por las expectativas de revalorización de las viviendas.

Como consecuencia de lo anterior, al comparar los períodos 1990-1998 y 1999-2007, la inversión residencial aumentó su participación respecto al PIB en casi 2 puntos porcentuales, pasando de

5,0% a 6,8%. En Estados Unidos, dicho ratio pasó de 4,4% a un 4,8% en períodos similares, mientras que en la Zona Euro la relación se mantuvo constante en torno al 5,5%. En línea con lo anterior, la importancia relativa del sector residencial en el empleo fue también notoria, por cuanto en el 2007 representaba un 13,2% del empleo total, casi tres puntos porcentuales por encima de la participación registrada en 1999. En Estados Unidos, este porcentaje pasó del 7,1% al 8% durante ese mismo período.

Gráfico Nº 8: Inversión en Vivienda Real
(% del PIB)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

El dinamismo de la actividad vino también acompañado de un rápido y sostenido incremento en el precio de las viviendas, cuya tasa anual de crecimiento pasó de un 1,0% promedio en el período 1995 – 1997 a un 18,0% en el 2003 – 2004, mientras que entre 1995 y 2007 la tasa promedio anual llegó a un 10% anual. Lo anterior provocó que la relación entre el precio promedio de la vivienda y la renta bruta se duplicara entre 1995 y 2007. Frente a ello, varios analistas ya en 2003 advertían del riesgo de la sobrevaloración de las viviendas.

La combinación de la fuerte inversión en viviendas y el sustancial aumento en los precios inmobiliarios, gatilló un incremento también significativo en la riqueza inmobiliaria. De esta forma, según datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), en solo tres años, de 2002 a 2005, la riqueza inmobiliaria creció a una tasa promedio de 18%, en términos reales (de esos 18 puntos, alrededor de 15 fueron consecuencia del incremento del precio de la vivienda y el resto de la acumulación de nuevas propiedades inmobiliarias). Así, la participación relativa de la riqueza inmobiliaria sobre la riqueza total de los hogares aumentó desde un 78,0% en el 2002 a un 80% en el 2005. Ello refleja que la concentración de riqueza en activos inmobiliarios resultó elevada en comparación con otros países: en Italia dicho ratio se encontraba en torno al 75% y en Estados Unidos en torno al 43,4%. El incremento en la riqueza de los hogares provocado por el dinamismo del sector inmobiliario se convirtió en una nueva fuerza expansiva de la disposición a gastar de los consumidores españoles.

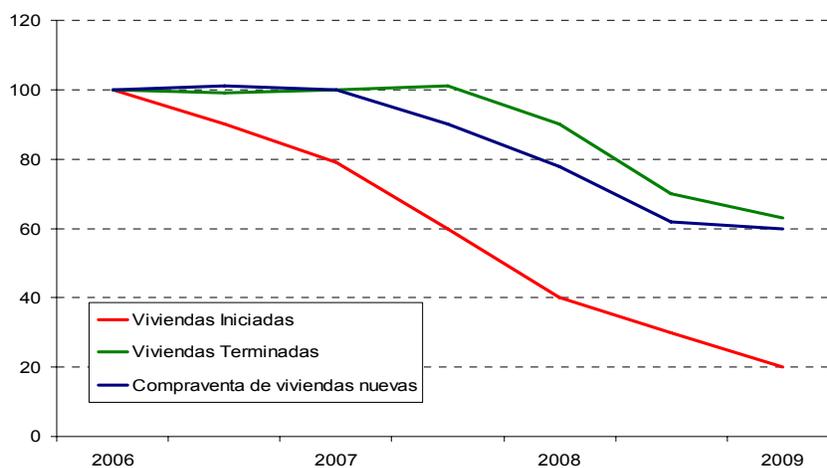
En conclusión, durante el período de expansión, la economía acumuló una serie de desequilibrios, los que pueden resumirse en dos: un elevado nivel de endeudamiento de las empresas y familias y un peso excesivo del sector inmobiliario en la economía, tanto en recursos productivos, como en la importancia relativa en la riqueza de los hogares.

3.1.2. Desaceleración y Recesión Económica

3.1.2.1. Ajuste en el Sector Inmobiliario y su Impacto Macroeconómico

Tal como se señaló en párrafos anteriores, el mercado inmobiliario español experimentó entre fines de la década pasada y el 2006 un proceso de gran dinamismo, que derivó en un sustancial aumento de la importancia relativa del sector construcción en el total de la economía, un rápido aumento del endeudamiento de las familias y de las empresas relacionadas con esta actividad, y una sobrevaloración de la vivienda. Sin embargo, esta etapa expansiva ha venido seguida de otra de fuerte ajuste. La reducción de la demanda, inicialmente impulsada por el encarecimiento en el financiamiento y, más tarde, por el entorno recesivo, tras el desencadenamiento de la crisis financiera internacional, provocó una rápida respuesta de la oferta, materializada en una significativa caída en la edificación de viviendas iniciadas. Así, ya a principios de 2007 el sector inmobiliario ingresa a un proceso de ajuste, el cual se intensificó tras la mayor severidad de la crisis financiera internacional. De este modo, el número de viviendas iniciadas en el 2009 representó sólo un 20% de las iniciadas en 2006, año en que se alcanzó el nivel máximo de actividad.

Gráfico Nº 9: Oferta y Demanda de Vivienda
(Base IVT 2006 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Ministerio de Vivienda.

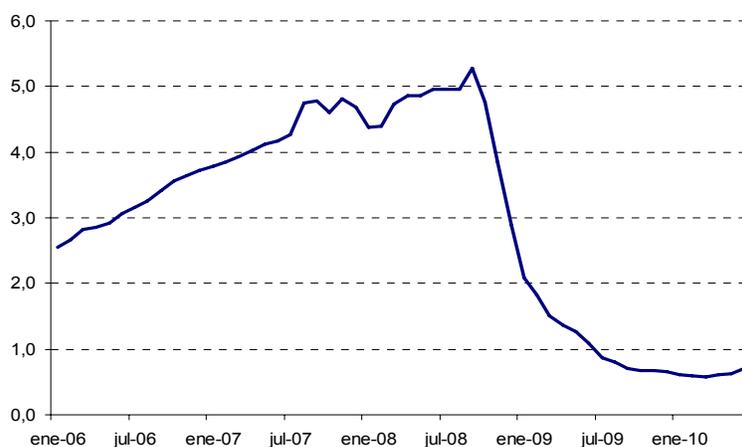
La discrepancia entre la oferta y la demanda residencial que se apreció en el período de ajuste, ha provocado una importante acumulación de inventarios de vivienda sin vender, lo que sin duda ha condicionado la edificación de nuevas viviendas y probablemente continuará haciéndolo. Esta dinámica del sector inmobiliario se ha trasladado con intensidad a la inversión residencial (que incorpora la actividad de obras nuevas como de rehabilitación de viviendas ya existentes), la cual ha registrado caídas anuales de 10% y 25% en el 2008 y 2009, respectivamente.

Por su parte, el ajuste que se apreció en la demanda y la oferta, se tradujo en una corrección en los precios de las viviendas los cuales se habían incrementado significativamente en la fase expansiva del ciclo. De acuerdo al Ministerio de Vivienda, los precios descendieron en promedio un 10% hasta fines de 2009, en relación con los niveles máximos que se alcanzaron en el 2007. Dicha caída en los precios, redujo la riqueza de las familias, ejerciendo un impacto negativo adicional sobre el gasto de los hogares.

3.1.2.2. Crisis Internacional y Mecanismos de Transmisión

La crisis financiera y económica internacional que se inició hacia fines de 2007, modificó significativamente el escenario en el cual se estaban llevando a cabo los ajustes en la economía española. Sin perjuicio de ello, durante la segunda mitad de 2007 y la primera de 2008, la sólida situación del sistema financiero español y la reacción del Banco Central Europeo (BCE) ante las restricciones de liquidez, permitieron mitigar los efectos del primer embate de la crisis, de forma tal que la desaceleración que venía registrando la economía española no se agudizó de una manera significativa. Así, la tasa de crecimiento promedio del PIB durante la segunda mitad de 2007 y el primer semestre de 2008 fue sólo 1 punto porcentual inferior a la registrada en el período 1999 - 2007. A nivel sectorial, sólo en el sector de la construcción, cuyo proceso de desaceleración se inició en la última parte de 2006, el diferencial de crecimiento fue significativo (6 puntos porcentuales).

Gráfico Nº 10: Tasa Libor en Euros a 90 días



Fuente: Bloomberg

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que, al margen del impacto de la crisis internacional sobre la economía, las tasas de interés habían mantenido una trayectoria alcista desde fines de 2005, a lo que se sumó el fuerte incremento del precio del petróleo y de las materias primas. Sin embargo, a pesar de lo anterior, el ajuste en el sector inmobiliario y la crisis internacional, la desaceleración económica observada hasta mediados de 2008 podría catalogarse de gradual y moderada.

A partir de septiembre de 2008, la crisis financiera internacional se intensificó, agravándose los problemas de solvencia de las entidades financieras internacionales, en la banca de inversión estadounidense y en bancos comerciales con una excesiva exposición a instrumentos de securitización complejos. La quiebra de Lehman Brothers y el episodio de AIG generaron un grave deterioro en la situación de incertidumbre y de crisis de confianza. Producto de ello, los mercados accionarios internacionales retrocedieron bruscamente, los niveles de volatilidad aumentaron sustancialmente, las principales medidas de riesgo crediticio se ampliaron de forma significativa y las condiciones crediticias se endurecieron. En este contexto, se produjo un aumento generalizado en los costos de financiamiento, impactando negativamente a la actividad. Por su parte, otra de las principales consecuencias de estos eventos fue la pérdida de riqueza, cuyos efectos negativos sobre la actividad se vieron amplificadas producto de la mayor intensidad de la incertidumbre, lo que dificultó la valoración de activos y aumentó la desconfianza respecto a la solvencia de los agentes. Estas condiciones llevaron a las familias a restringir su consumo y a las empresas a posponer sus proyectos de inversión.

La crisis financiera internacional y la recesión a escala global, afectó también las expectativas de los agentes respecto a sus perspectivas de ingresos futuros. De esta forma, los indicadores de sentimiento económico en España experimentaron significativos retrocesos desde el inicio de la crisis internacional. Esta caída de la confianza, además de las menores expectativas de crecimiento del ingreso de los hogares, reflejó el sustancial deterioro en el mercado laboral y condiciones crediticias más restrictivas.

Gráfico Nº 11: Sentimiento Económico



Fuente: Comisión Europea

En este contexto, el crédito a los hogares españoles, que estuvo creciendo a tasas superiores al 20% durante la última parte de la fase expansiva, pasó a crecer a una tasa en torno al 5,0% hacia fines de 2008. La desaceleración fue incluso más pronunciada en el segmento de colocaciones a las sociedades no financieras, especialmente en el caso de la construcción y las actividades inmobiliarias. Las expectativas menos favorables respecto al crecimiento de mediano y largo plazo, las menores perspectivas de revalorización de los bienes inmobiliarios, las mayores tasas de interés y los elevados niveles de endeudamiento, llevaron a las familias a reducir su demanda por créditos. Este comportamiento del crédito se ha visto afectado también por factores de oferta, de forma tal que, ante el debilitamiento de la actividad y la mayor intensidad de la incertidumbre, los intermediarios financieros endurecieron sus condiciones crediticias.

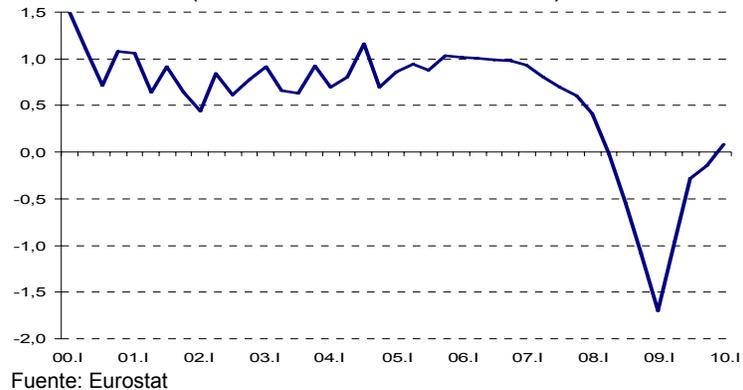
Por otra parte, la crisis financiera y económica internacional ha limitado drásticamente la posibilidad de que la demanda externa pueda mitigar el impacto sobre la actividad agregada de la caída en la demanda interna. De hecho, el escenario externo que enfrentaba la economía española trajo consigo impulsos contractivos adicionales que, en su conjunto, acentuaron la desaceleración económica, destacando entre estas fuerzas la caída en la demanda externa, menores precios de las exportaciones y condiciones financieras internacionales más estrechas. Así, en muy pocos meses se pasó de un escenario de desaceleración basado en una corrección gradual en el sector inmobiliario, con algún apoyo de la política fiscal y la demanda exterior, a otro recesivo caracterizado por un grave deterioro de la confianza de los agentes, un endurecimiento de las condiciones crediticias, por una recesión a escala global y por un deterioro sustancial en las cuentas fiscales.

3.1.2.3. Impacto Total Sobre la Economía Española

La desaceleración que se inició en España hacia mediados de 2007 se transformó en recesión a mediados de 2008, continuando durante el 2009, con especial fuerza en el primer semestre. La intensidad recesiva sin embargo fue perdiendo intensidad en la segunda mitad de 2009. Con todo,

en el conjunto del año la contracción del PIB español fue sustancial, llegando a un 3,6%, luego de una expansión de 0,9% en el 2008 y de 3,6% en el 2007.

Gráfico N° 12: PIB Trimestral
(Tasa de crecimiento trimestral)



Dicha caída en la producción vino de la mano de una contracción muy significativa de la demanda nacional, superior al 6,0%, de forma tal que el ajuste de la demanda nacional, que se había iniciado a finales de 2007, se acentuó en 2009. Dicha contracción fue generalizada entre todos los componentes del gasto privado, fuertemente afectados por las consecuencias de la crisis financiera sobre la confianza de los agentes y sobre las condiciones financieras.

3.1.2.4. Consumo Privado

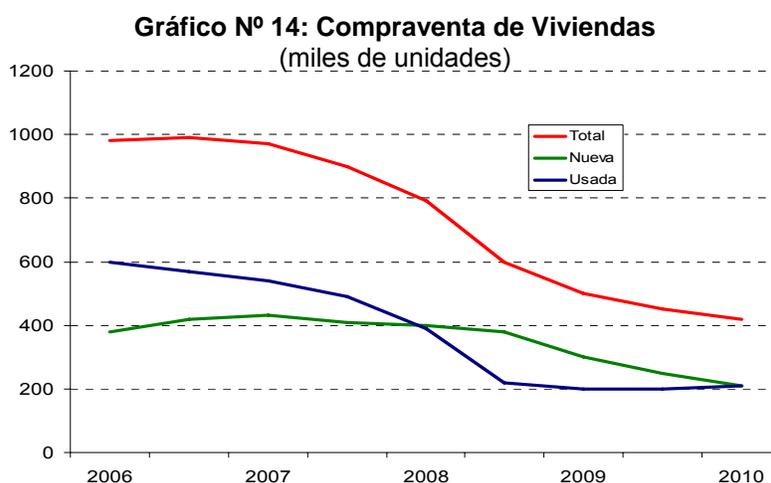
Durante el año 2009, el la caída del consumo de las familias llegó a un 4,9%, apreciándose retrocesos generalizados en sus principales componentes. Así, el consumo en bienes duraderos, que había experimentado una contracción cercana al 20% en 2008, cayó un 16% en el 2009, aunque cabe destacar que su ritmo de caída se fue moderando a lo largo del año pasado gracias a los planes de ayuda a la compra de vehículos con bajo nivel de emisiones contaminantes, que impulsó fuertemente la demanda por vehículos a partir de mayo. En contraste, a lo largo del año se intensificó la caída del gasto familiar en servicios, que representa un 50% del consumo privado. Varios factores pueden explicar el violento ajuste del gasto de los hogares, entre los que destacan: las perspectivas de menores ingresos, como consecuencia de la caída en el empleo; el retroceso en la riqueza real de los hogares; el aumento en la incertidumbre producto del recrudecimiento de la crisis financiera internacional y el deterioro en el mercado laboral; y el endurecimiento de las condiciones crediticias. Todo lo anterior gatilló un violento deterioro en la confianza de los consumidores durante el 2008. Cabe notar, sin embargo, que dicha confianza comenzó a recuperarse en el 2009, aunque sin aún alcanzar los niveles anteriores al inicio de la crisis.

Gráfico N° 13: Confianza de los Consumidores



Otro elemento interesante a notar respecto a la evolución del consumo privado es que el ajuste del gasto continuó con fuerza durante el 2009, a pesar de la evolución favorable de la renta disponible, la cual mostró crecimientos positivos (1,1% en el año completo). Esto último, a su vez, fue consecuencia del efecto expansivo de la política fiscal, que contribuyó a sostener las rentas familiares, favorecidas también por la disminución de los pagos netos por intereses y la desaceleración de la inflación. No obstante, dicha evolución difícilmente se va a sostener en el 2010 o 2011, dada la disminución en la contribución de la política fiscal, a consecuencia tanto del retiro de las medidas de estímulo aplicadas en años anteriores, como del recorte de los salarios públicos.

La debilidad de la demanda de los hogares no solo se manifestó en la reducción de su gasto en consumo, sino también en una escasa disposición a la adquisición de viviendas. Así, como consecuencia del deterioro en las condiciones en el mercado laboral y en la corrección bajista en las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios, el descenso acumulado en el número de transacciones entre el último máximo cíclico y el año 2009 ha superado el 50%, siendo algo inferior (en torno al 40%) en el segmento de viviendas nuevas.

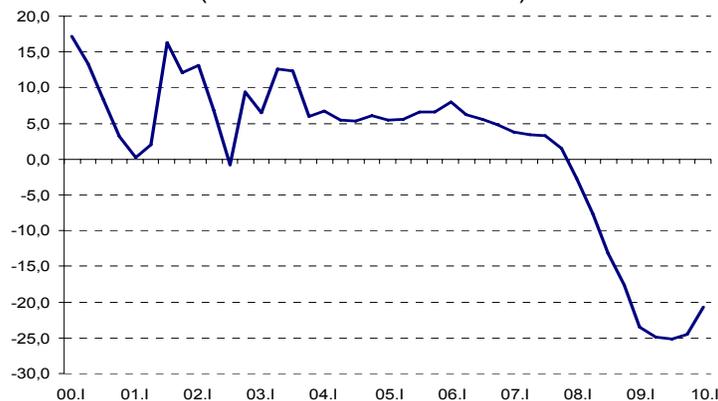


Fuente: Ministerio de Vivienda

3.1.2.5. Inversión Residencial (Vivienda)

La dinámica comentada del sector inmobiliario ha provocado un ajuste también violento en la inversión residencial, la cual incorpora la evolución de las actividades tanto de obra nueva como de rehabilitación de viviendas ya existentes. La contribución del primero de estos segmentos ha sido muy negativa desde 2008, lo cual ha quedado además de manifiesto en la sostenida caída en la diferencia entre el número de viviendas iniciadas y finalizadas. Sin embargo, el componente de rehabilitación, aunque con menor importancia relativa, ha tenido un comportamiento contracíclico, que ha permitido amortiguar la caída en obras nuevas. Como resultado de la evolución conjunta de los dos componentes, la inversión residencial registró caídas anuales de 10% y de 25% en el 2008 y 2009, respectivamente, y es previsible que continúe contrayéndose, aunque cada vez a un menor ritmo. Esta evolución podría llevar al ratio entre inversión residencial a PIB a la vecindad del 4,0%, proporción 3,5 puntos porcentuales por debajo del nivel máximo alcanzando en 2007, lo que da una idea de la magnitud del ajuste del sector.

Gráfico Nº 15: Inversión en Vivienda
(Tasa de crecimiento anual)



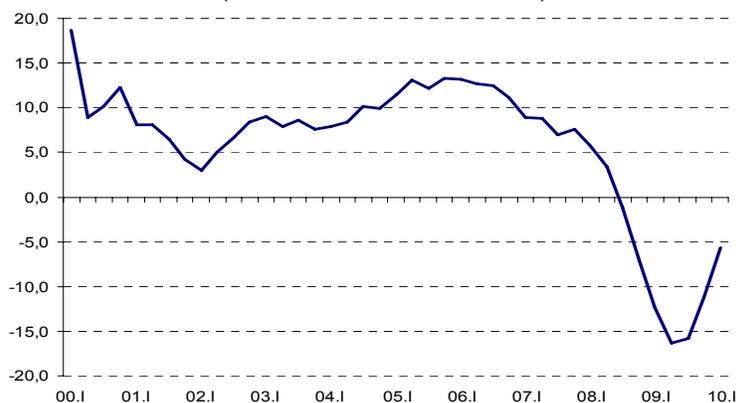
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

3.1.2.6. *Inversión No Residencial*

La inversión empresarial registró una caída sin precedentes durante el 2009, alcanzando su tasa de variación anual a un -17,9%, luego de una caída de 1,3% en el 2008. Esta contracción estuvo asociada a la caída de la demanda, al deterioro de las perspectivas económicas (nacionales e internacionales) y al endurecimiento de las condiciones de financiamiento de las empresas. En relación con esto último, a pesar de que disminuyeron los costos de financiamiento bancario, los criterios aplicados por las instituciones financieras para otorgar créditos se hicieron más estrictos durante el año, en un entorno de debilidad de la demanda. Además, la situación financiera de las empresas experimentó un deterioro, debido, principalmente, a la caída en las utilidades, mientras que el ratio de endeudamiento se mantuvo en niveles elevados. Los factores anteriores ejercieron una influencia negativa sobre las decisiones de puesta en marcha de proyectos de inversión.

La caída fue generalizada a todos los componentes de la inversión productiva privada y revistió particular intensidad en el caso de los bienes de equipo, que retrocedieron un 28%. Dentro del equipo, destacó la contracción de la maquinaria, mientras que la inversión en transporte descendió en menor medida, impulsada por un plan de estímulo fiscal que se inició en mayo de 2009. Por su parte, la inversión en construcción no residencial registró una contracción más moderada, sustentada en el mantenimiento de los proyectos de inversión en infraestructuras de empresas públicas.

Gráfico Nº 16: Inversión en Construcción no Residencial
(Tasa de crecimiento anual)

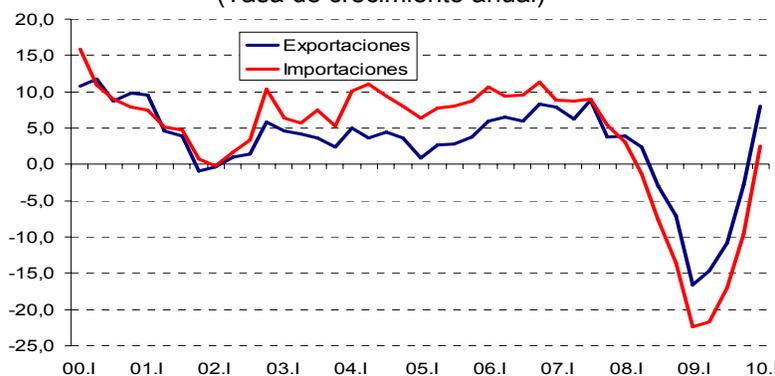


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

3.1.2.7. Demanda Externa

La contribución al crecimiento de la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones) se incrementó significativamente en el 2009, llegando a 2,8 puntos porcentuales. Ello, permitió atenuar el impacto negativo sobre la economía de la contracción del gasto interno. A su vez, la mayor contribución fue consecuencia de una intensa contracción de las importaciones de bienes y servicios en términos reales (-17,9%), como reflejo de la debilidad de la demanda final, caída que más que compensó la contracción anual de 11,5% en las exportaciones reales de bienes y servicios, en un contexto de fuerte contracción de los mercados internacionales. Tanto las exportaciones como las importaciones atenuaron su ritmo de caída a medida que avanzaba el año, de forma que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del producto comenzó a moderarse en el tercer trimestre de 2009, aunque se espera que siga siendo positiva en 2010, ahora como resultado de una recuperación en las exportaciones.

Gráfico Nº 17: Comercio Exterior
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Eurostat

Cabe notar que tras la notable contracción de los primeros meses de 2009, las exportaciones se recuperaron a lo largo del año. De esta forma, las tasas de crecimiento trimestrales fueron positivas desde el segundo trimestre del año. Esta recuperación reflejó el impacto positivo de la reactivación económica a escala mundial como la incidencia de factores relacionados con las medidas extraordinarias implementadas en algunos países para impulsar la demanda; en particular, los programas de apoyo a la compra de automóviles en la Unión Europea y al desarrollo de infraestructuras en China. La reversión progresiva de estas medidas a lo largo de 2010 incidirá negativamente sobre las exportaciones españolas de bienes, aunque cabe esperar que este efecto sea más que compensado por el mayor dinamismo de los mercados de exportación.

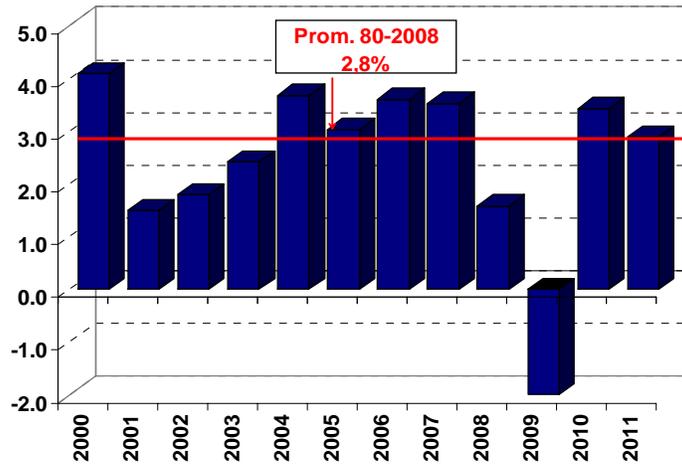
3.1.3. Recuperación Económica

3.1.3.1. La Salida de la Crisis de la Economía Mundial

La economía mundial experimentó en el año 2009 la mayor contracción de las últimas casi seis décadas, como resultado de la contracción del PIB de las economías desarrolladas y de la fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes. Sin embargo, el perfil de crecimiento a lo largo del año fue, no obstante, de suave recuperación, gracias sobre todo a la reacción rápida y contundente de las políticas económicas, que logró detener el proceso de retroalimentación negativo entre los sectores real y financiero en el que había ingresado la economía mundial. Aunque no se adoptaron de manera simultánea en las diferentes áreas, las medidas fueron dirigidas, en general, a dar soporte al sistema financiero, a sostener la confianza de los agentes y a estimular la demanda agregada. Tras un primer trimestre en el que se

mantuvieron las tendencias con las que se cerró 2008 —extrema fragilidad en los mercados financieros internacionales, caída pronunciada de la actividad y del comercio exterior—, se alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre y el crecimiento retornó a tasas positivas en la segunda parte del ejercicio. La recuperación, sin embargo, está siendo desigual por áreas geográficas, más robusta en los países emergentes, especialmente Asia, y más débil en los desarrollados.

Gráfico Nº 18: Crecimiento Mundial



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

La acción estabilizadora de las políticas económicas se vio también reflejada en los mercados financieros, que tendieron, en general, a normalizarse a medida que la acción decidida de bancos centrales y Gobiernos logró disipar los riesgos más extremos. La volatilidad y la aversión al riesgo se redujeron significativamente desde los máximos alcanzados a finales de 2008, los precios de los activos se recuperaron y algunos segmentos de los mercados de capitales fueron reabriéndose progresivamente, tras permanecer cerrados en los momentos más duros de la crisis, aunque en otros, como en el de la securitización, se registraron pocos avances. No obstante, el proceso de normalización se ha visto interrumpido en varias ocasiones por el surgimiento de episodios de inestabilidad, en algunos casos relacionados con la percepción de riesgo soberano, que evidencian la persistencia de algunos elementos de fragilidad. Estos episodios se agudizaron de una manera extrema en los primeros meses de 2010, a raíz de la crisis fiscal griega y sus repercusiones sobre los mercados financieros no solo en Europa, sino también en el resto del mundo.

3.1.3.2. Recuperación de la Actividad

El proceso de estabilización de los mercados financieros y de recuperación en algunas economías, en conjunto con el efecto asociado a los estímulos fiscales instrumentados a lo largo de la crisis, de la reducción de las tasas de interés y la implementación de mecanismos de flexibilización monetaria adicionales, permitieron una moderación en el ritmo de caída de la economía española a partir del primer trimestre de 2009. De esta forma, el PIB cerró el último trimestre de 2009 con una caída de sólo 0,1% en relación con el PIB del trimestre inmediatamente anterior. Dicha cifra se compara con la caída de casi un 2,0% que se apreció en el último trimestre de 2008.

Por su parte, en los primeros meses de 2010 ha proseguido la gradual mejoría de la actividad. Así, de acuerdo al reporte de cuentas nacionales, el PIB aumentó levemente en el primer trimestre de 2010, al registrar un crecimiento de 0,1% respecto al trimestre anterior, luego de seis trimestres consecutivos de caídas. A pesar de ello, la demanda interna siguió disminuyendo (-0,1% en términos trimestrales), pero a un ritmo menor que en el cuarto trimestre de 2009. En relación con los principales componentes de la demanda, sólo el gasto en consumo registró tasas de variación

trimestral positivas (0,5% en el consumo privado y 1,4% en el consumo público). En contraste, todos los componentes de la inversión retrocedieron en el primer trimestre: inversión en equipos (-1,2%); inversión en viviendas (-5,4%); resto de construcciones (-2,3%), afectadas estas últimas por la finalización de los proyectos vinculados al programa de estímulo fiscal.

En tanto, la demanda externa volvió a aportar al crecimiento del PIB al inicio de 2010. Dicha contribución fue el resultado de una expansión del 2% en las exportaciones, casi duplicando la experimentada por las importaciones (1,1%).

Tabla N° 4: Cuentas nacionales Trimestrales
(Tasa de crecimiento trimestral)

	09.I	09.II	09.III	09.IV	10.I
PIB REAL	-1.7	-1.0	-0.3	-0.1	0.1
Demanda Interna	-2.7	-1.7	-0.3	-0.3	-0.1
• Consumo Personal	-2.4	-1.3	0.0	0.3	0.5
• Formación Bruta de Capital Fijo	-6.0	-4.1	-2.4	-1.0	-2.7
• Inversión Residencial	-9.9	-6.5	-5.6	-5.1	-5.4
• Inversión No Residencial	-6.4	-4.1	-2.3	1.3	-0.5
• Consumo Público	0.7	0.4	1.4	-1.7	1.4
Exportaciones	-8.4	0.7	2.1	3.0	2.0
Importaciones	-10.8	-2.3	1.7	2.1	1.1

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Los datos disponibles para el segundo trimestre del presente año, apuntan, en general, a la continuación del proceso de recuperación de la economía y de mejora en las expectativas de los agentes. Sin embargo, cabe destacar que éstas aún no han capturado el impacto en la evolución económica a corto plazo del recrudecimiento de las tensiones financieras que ha tenido lugar en los mercados de deuda en las últimas semanas y de la respuesta del Gobierno adoptando importantes medidas de ajuste fiscal.

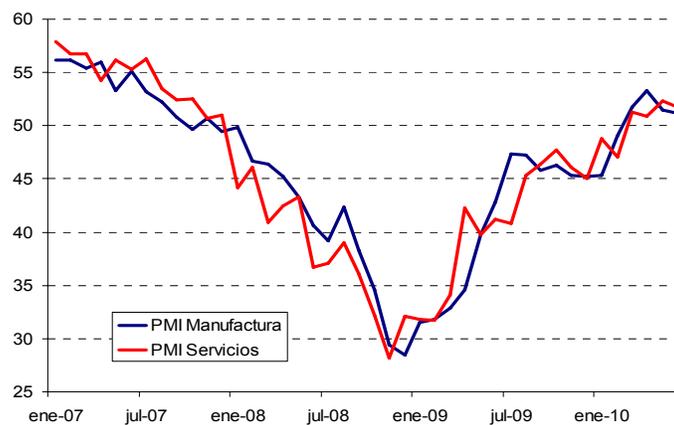
En el caso del consumo privado, los indicadores de confianza experimentaron leves mejorías en sus últimos registros, mientras que continúa el dinamismo en el mercado automotriz. En contraposición las ventas del comercio permanecen extremadamente débiles. Las señales mixtas sugieren que una recuperación lenta y errática en el gasto de los hogares, probablemente como resultado del sustancial deterioro que ha experimentado el mercado laboral.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores más recientes apuntan al mantenimiento de un tono relativamente positivo. En este sentido, en abril se observó una mejora del indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes, mientras que las ventas de de vehículos de carga registraron una tasa de variación anual positiva, por tercer mes consecutivo. Por su parte, los indicadores relativos a la construcción indican que prosigue el intenso proceso de ajuste en este componente de la inversión, aunque a ritmos algo más moderados. Así, el indicador de confianza de los empresarios del sector retrocedió en su último registro, mientras que los indicadores anticipatorios, permisos de edificación de viviendas nuevas, continuaron presentando caídas, pero más modestas que las observadas en meses anteriores, mientras que los permisos de rehabilitación de viviendas experimentaron tasas de avance positivas.

En relación con la demanda externa, las exportaciones reales de bienes volvieron a aumentar con intensidad en abril, a un ritmo interanual del 23,8%. Esta tasa tan elevada es, en parte, consecuencia de un efecto base, dada la intensa contracción de los flujos comerciales que tuvo lugar en el mismo período de 2009, y una clara recuperación en la demanda de los principales socios comerciales. Así, por áreas geográficas, se aceleraron las ventas dirigidas tanto a la Unión Europea como al resto del mundo.

Por el lado del desempeño de los principales sectores económicos, el índice de producción industrial registró en marzo una notable recuperación, situándose su tasa interanual en términos de la serie corregida de efectos de calendario en un 3,8%, tras dos años de tasas negativas. Esta evolución fue resultado de un comportamiento más favorable de todos sus componentes. Los indicadores líderes sugieren que esta tendencia se habría extendido durante el segundo trimestre y podría prolongarse hacia el tercero. De este modo, el indicador de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea y el PMI manufacturero mejoraron en sus últimos registros, situándose por sobre el umbral que separa la expansión de la actividad con la contracción. De la misma forma, el PMI del Sector Servicios anticipa una recuperación gradual de esta agrupación económica.

Gráfico N° 19: Indicadores Líderes Sectoriales

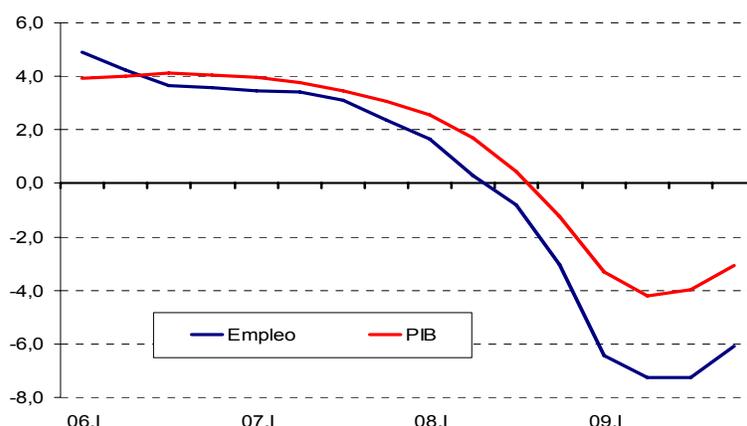


Fuente: Bloomberg

3.2. Mercado Laboral

Tal como se aprecia en el Gráfico N° 20, el empleo amplificó las caídas observadas en la actividad, al registrar una contracción de 6,7% en promedio durante el 2009. En todo caso, el ritmo de caída fue moderándose a lo largo del año y continuó en los primeros meses de 2010. La caída de la ocupación fue más violenta en el sector privado, que acumuló un descenso de casi 2,5 millones de puestos de trabajo desde el comienzo de la crisis hasta el inicio de 2010. Durante el primer trimestre del presente año, y en comparación con igual trimestre del año anterior, el empleo se redujo en torno a 700.000 personas, evolución que constituyó una moderación de su ritmo de contracción anual, pasando su tasa de variación anual, desde un -6,1% observado a fines de 2009 a un -3,6% en el primer trimestre de 2010.

Gráfico Nº 20: Empleo y PIB
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

A nivel sectorial, uno de los elementos más destacados radicó en el hecho que el empleo en la construcción disminuyó cerca de un 24% en 2009, con un perfil trimestral de cierta moderación en las tasas de caída, en buena medida como consecuencia del impacto positivo asociado a los programas de inversión local. Sin embargo, la destrucción de empleo también fue elevada en la industria (-11,3%) y en los servicios (-4,4%). Por su parte, en los tres primeros meses del año 2010 se mantuvo, aunque a menor ritmo, la caída en términos anuales de todas las principales ramas de actividad, siendo particularmente severa en construcción (-15,9%) y en la industria (-10,4%). Por su parte, el ritmo de destrucción de empleo en el sector servicios se moderó al inicio del 2010, reflejando los primeros impactos de la gradual estabilización de la actividad económica.

Tabla Nº 5: Mercado Laboral
(Tasa de crecimiento anual; excepto se indique lo contrario)

			2008				2009				2010
	2008	2009	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim
Ocupados	-0,5	-6,6	1,7	0,3	-0,8	-3,0	-6,4	-7,2	-7,3	-6,1	-3,6
Rama de Actividad											
Agricultura	-5,0	-4,0	-6,8	-4,3	-4,1	-4,6	-3,0	-4,2	-6,4	-2,6	-0,3
Industria	-1,1	-13,3	2,3	0,9	-0,9	-6,7	-12,5	-13,7	-14,9	-11,9	-10,4
Construcción	-10,9	-23,0	-1,7	-7,9	-13,0	-20,7	-25,9	-24,6	-23,3	-17,3	-15,9
Servicios	2,1	-2,5	2,8	2,1	1,9	1,5	-1,3	-2,7	-2,8	-3,3	-0,6
Tasa de desempleo (% de la fuerza de trabajo)											
	11,3	18,0	9,2	10,5	11,8	14,0	16,6	17,9	18,7	19,0	19,2

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Por otra parte, el número de desempleados aumentó un 60,2% en 2009 y la tasa de desempleo se situó en el 19,2% a principios de 2010, tras los fuertes aumentos observados en los dos años anteriores. El sustancial aumento en la tasa de desempleo deja en evidencia la gravedad de la crisis en la economía española. En tanto, revelando los problemas estructurales de la economía, a

pesar del intenso deterioro en el empleo y el sustancial aumento en el desempleo, los salarios reales reaccionaron muy lentamente, de hecho continuaron creciendo durante la fase más aguda de la crisis. Este comportamiento estuvo estrechamente ligado a la escasa reacción cíclica de los ajustes salariales acordados en la negociación colectiva. Producto de ello, el ajuste en el empleo fue aún más severo.

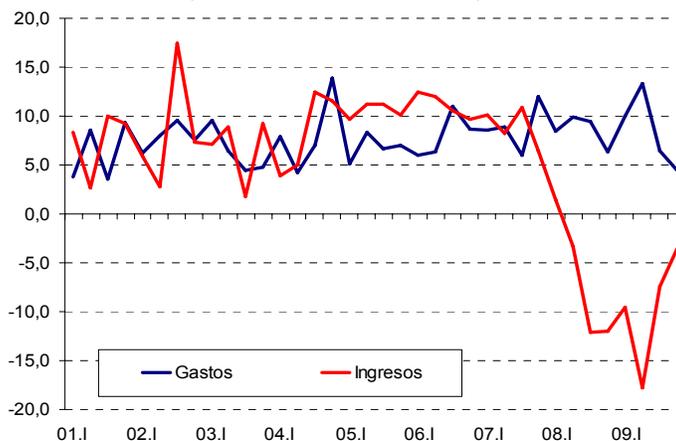
3.3. Política Fiscal

La política fiscal mantuvo en 2009 la orientación expansiva que tomó desde el inicio y posterior agravamiento de la crisis, en un entorno de recesión. De esta forma, durante el año pasado se implementaron numerosas medidas expansivas, valoradas en cerca de 2,0% del PIB, diseñadas con el objetivo de mitigar los efectos de la crisis sobre la demanda. Entre estas destacaron, por el lado del gasto, la puesta en marcha del Fondo Estatal de Inversión Local y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo, por un monto de 11 billones de euros y, por el lado de los ingresos, la aprobación de un sistema de devoluciones mensuales en el IVA, con el objetivo de mejorar la liquidez de las empresas. Además el agravamiento de la recesión económica activó el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, de forma tal que los seguros de desempleo llegaron a representar cerca del 3,0% del PIB.

El gasto público mantuvo una expansión por encima del crecimiento potencial de la economía, destacando los aumentos particularmente elevados en el consumo público, que incluye remuneración y pensiones, mientras que el pago de intereses mostró también un importante repunte, como consecuencia del aumento del saldo de deuda pública.

Por su parte, en el año 2009 se produjo una brusca disminución de los ingresos fiscales, como consecuencia del impacto asociado a la recesión económica y a la pérdida de los ingresos extraordinarios vinculados con el boom inmobiliario de la década previa a la crisis económica.

Gráfico Nº 21: Cuentas Fiscales
(Tasa de variación anual)

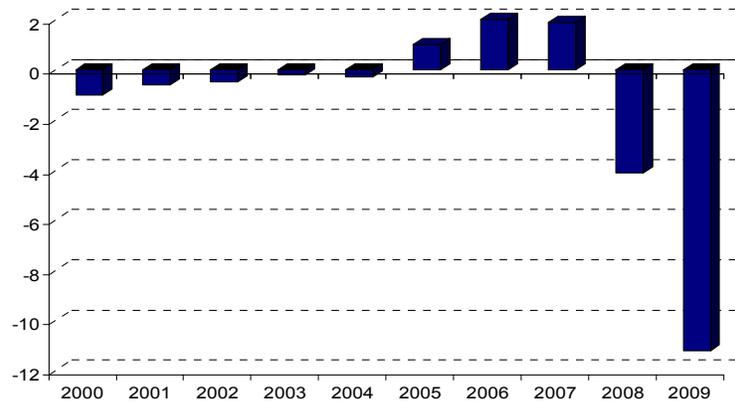


Fuente: Eurostat

Como resultado de lo anterior, las cuentas fiscales cerraron el año 2009 con un déficit del 11,2% del PIB, lo que supone un empeoramiento de la situación fiscal sin precedentes, de más de 7 puntos porcentuales del PIB respecto al año anterior y de más de 13 puntos respecto al superávit observado en el 2007. Aunque el deterioro en las cuentas públicas ha sido generalizado en todos los países de la Unión Europea, el de España se encuentra entre los más elevados, tan sólo superado por el de Irlanda, cuyo déficit se ha visto incrementado en 14,4 puntos porcentuales hasta situarse en el -14,3% del PIB, y supera ampliamente los 6,3 puntos porcentuales en que se

ha deteriorado el déficit del conjunto de los países de la UE. Como consecuencia de lo anterior, la deuda pública española ha experimentado un fuerte aumento (17 puntos porcentuales), hasta superar levemente el 53,0% del PIB. Cabe notar, sin embargo, que a pesar de ello permanece comparativamente baja respecto al 78,7% registrada por el promedio de los países de la UE.

Gráfico N° 22: Saldo Fiscal
(% del PIB)



Fuente: Eurostat

El sustancial deterioro en las cuentas fiscales españolas y el sostenido crecimiento de la deuda pública europea, ha llevado al mercado a poner en duda la solvencia de las administraciones públicas. Producto de ello, en los últimos meses esta incertidumbre se ha reflejado tanto en la rebaja de la calificación de la deuda pública de países como Grecia, Portugal o España, así como en incrementos sustanciales de los diferenciales en las tasas de interés de bonos soberanos con respecto al bono alemán, así como en los credit default swaps de las economías con mayor fragilidad en sus cuentas fiscales. En este contexto de deterioro progresivo de las cuentas públicas españolas y en la confianza de los mercados respecto a la solvencia del Gobierno, las autoridades presentaron un severo plan de ajuste fiscal, el cual tiene el objetivo de reducir en 8 puntos porcentuales del PIB el déficit fiscal en los próximos años, de forma tal de llevarlo a un 3,0% del PIB en el 2013.

Tabla N° 6: Detalles del Plan de Ajuste Fiscal

Medidas	Reducción el déficit (% del PIB)	Detalle de las medidas
Retirada de medidas discrecionales	2,7%	Plan E en infraestructuras (0,8% del PIB). Eliminación de la deducción de 400 euros en el IRPF (Impuesto sobre la Renta a las Personas Físicas)
Aumento de los ingresos	1,0%	Subida 2 p.p del IVA, de tributación de las rentas de capital y otros impuestos indirectos.
Plan de acción inmediata	0,5%	Reducción de inversión y consumo público.
Plan de ajuste presentado a la CE	1,5%	Reducción de 5% en retribuciones y congelación salarial (0,6% del PIB) Reducción de la inversión pública (0,6% del PIB). No revalorización de pensiones y política sociales.
Impacto cíclico en el déficit	1,0%	Mejora cíclica hacia 2013.
Medidas adicionales Necesarias	1,5%	Se reduce la incertidumbre sobre la efectividad del plan de ajuste.
TOTAL	8,2%	El déficit pasa del 11,2% en 2009 al 3% del PIB en 2013.

Fuente: Banco Central de España

3.4. Inflación

La tasa de inflación anual del índice de precios a nivel consumidor (IPC) registró una sostenida desaceleración desde principios de 2008, la cual coincidió con el inicio del ajuste en el sector inmobiliario y la desaceleración en la actividad económica española. Dicha tendencia fue particularmente fuerte en la última parte de 2008 y los primeros meses de 2009, como consecuencia de la sustancial contracción en la demanda interna y la caída generalizada en los precios de los commodities, principalmente petróleo y alimentos. La presión bajista sobre los precios fue también consecuencia de la sustancial desaceleración en los costos laborales unitarios, debido, no al comportamiento de las remuneraciones, sino a las elevadas ganancias de productividad obtenidas por las empresas mediante la caída en el nivel de empleo. Por su parte, en la segunda mitad de 2009, la caída anual en el IPC se moderó, en buena medida como consecuencia de un aumento en los precios de las materias primas y una baja base de comparación. A pesar de ello, en todo el 2009, el IPC fue negativo por primera vez desde 1952.

Por su parte, el diferencial de inflación con el área del euro fue negativo, por vez primera desde el inicio de la Unión Monetaria, lo que fue consecuencia del ajuste comparativamente más violento del gasto de las familias y de la caída más acentuada en los costos laborales unitarios. Este diferencial provocó una mejoría de los indicadores de competitividad de la economía española.

Gráfico Nº 23: Inflación Anual del Índice de Precios a Nivel Consumidor

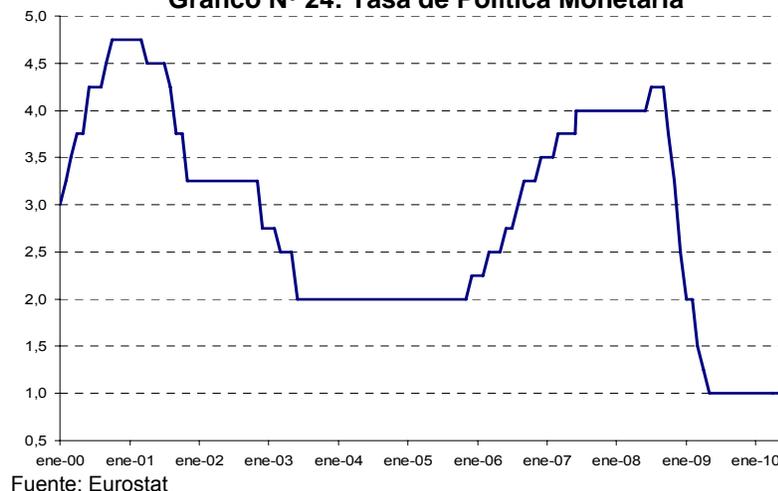


En la primera parte del 2010 la tasa de inflación anual del IPC pasó nuevamente a terreno positivo, llegando en el mes de mayo a un 1,8%, siendo ello consecuencia de la escalada en los precios de los commodities, principalmente petróleo, e incipientes señales de estabilización en el nivel de actividad de la economía.

3.5. Política Monetaria

La gradual contención de las presiones inflacionarias tras la crisis financiera, en un contexto de significativo deterioro de la actividad económica, llevó al Banco Central Europeo (BCE) a continuar con el ciclo de bajas en la tasa rectora que había iniciado en octubre de 2008, reduciendo progresivamente la tasa de interés de referencia, hasta que alcanzó un 1,0% en mayo de 2009. De esta forma, se completó una disminución de 325 pb en 7 meses, reflejando la magnitud del impulso monetario.

Gráfico Nº 24: Tasa de Política Monetaria



Paralelamente, con el objetivo de mitigar las disrupciones provocadas por la crisis financiera mundial en los mercados interbancarios y, por tanto, en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE continuó adoptando nuevas medidas expansivas no convencionales que prolongaron la política de apoyo al crédito iniciada a finales del ejercicio anterior. A diferencia de

otros bancos centrales, estas medidas se dirigieron exclusivamente al sistema bancario, cuya relevancia en la intermediación del financiamiento en la Zona Euro es notablemente mayor que en otras áreas. En concreto, se continuaron otorgando en su totalidad las demandas de fondos en todas las operaciones de mercado abierto y se prolongó la vigencia de la lista ampliada de activos de garantía aceptados como colaterales para operaciones de financiamiento. Además, se introdujeron tres nuevas operaciones con vencimiento a doce meses, duplicando así el plazo máximo vigente hasta entonces. También cabe destacar la puesta en marcha en julio de un programa de adquisición de bonos garantizados (covered bonds).

La normalización financiera iniciada en la mayoría de los mercados en la segunda parte de 2009 y la mejora de las perspectivas económicas que la han acompañado, permitieron que el BCE anunciara, ya a finales de ese año, la interrupción progresiva de las operaciones de financiamiento extraordinarias a un año y a seis meses, y el retorno a la periodicidad mensual original de las de tres meses. En marzo de 2010, se anunció el retorno al sistema de subastas a tipo variable para las operaciones a tres meses. No obstante, ante el resurgimiento de las tensiones en los mercados derivadas de la crisis griega, el BCE decidió volver a reforzar la provisión de liquidez a tres y a seis meses y retomar las operaciones en dólares, al tiempo que adoptó un programa de intervención en los mercados de deuda pública y privada, dado que su mal funcionamiento ponía en peligro la efectividad de los mecanismo de transmisión de la política monetaria.

3.6. Sistema Financiero

3.6.1. Una mirada a la Evolución Reciente del Sistema Financiero Español

La crisis financiera que se inició hace casi tres años atrás provocó una violenta caída en el precio de varios instrumentos financieros y una sustancial disminución de la liquidez en muchos mercados, llegándose incluso a paralizar alguno de ellos. Dado el carácter financiero de este primer embate de la crisis, las entidades financieras a nivel global que se vieron más afectadas fueron aquellas que tenían una mayor exposición a los activos tóxicos y con importantes necesidades de financiamiento de corto plazo. Ello, incidió de forma negativa y severa en la rentabilidad de estas instituciones financieras, principalmente en Estados Unidos, Reino Unido y algunas economías de la Zona Euro, reflejando sustanciales pérdidas derivadas de las elevadas exposiciones a los activos más afectados.

En contraposición, dado que la orientación principalmente minorista del sistema financiero español limitó la presencia de los activos tóxicos en sus balances y que las exigencias regulatorias impidieron la creación de vehículos de inversión fuera del balance, el impacto del primer embate de la crisis financiera fue muy bien absorbido por la banca española. Las entidades contaban, además, con importantes líneas de defensa por los altos niveles de provisiones y de rentabilidad.

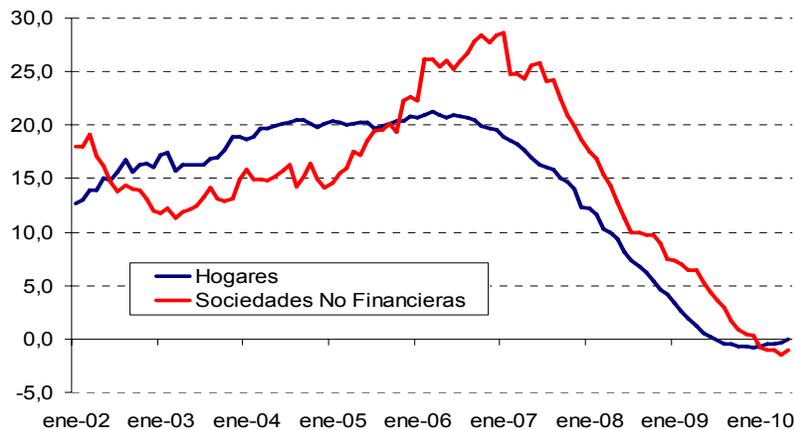
Sin embargo, la prolongación y profundización de la crisis financiera arrastró a la economía real a un proceso recesivo, lo que, a su vez, retroalimentó las turbulencias financieras. Esta segunda etapa de la crisis afectó en mayor medida al negocio tradicional de la banca de las distintas economías, principalmente a través del deterioro de su cartera crediticia. Esto, además, explica el hecho que el impacto sobre los resultados haya sido más lento, dado el efecto rezagado sobre los créditos impagos. El sistema bancario español se está viendo más afectado, sin embargo, por la segunda ola de la crisis. En particular, el rápido aumento del desempleo y el elevado peso en nuestra economía del sector inmobiliario han contribuido a un notable aumento de la morosidad, lo que está incrementando la presión sobre los resultados de los bancos, en un contexto, además, de menor demanda y oferta crediticia. Esto, a pesar de que la acumulación de provisiones contribuyó a amortiguar este impacto. Adicionalmente, se debe considerar que la economía española tuvo una

de las mayores burbujas en el sector inmobiliario del mundo y su sistema bancario aún se encuentra fuertemente expuesto a dicho sector, a través de créditos a promotores y desarrolladores inmobiliarios y créditos hipotecarios. De hecho, las autoridades han señalado recientemente que sin apoyo, probablemente el sistema bancario colapsará, por lo cual han intervenido con garantías y con un plan para ayudar a los bancos a enfrentar los créditos malos y recapitalizarse. Por su parte, en el último informe de Estabilidad Financiera del Fondo Monetario Internacional (FMI), se estima que el tamaño del sector financiero español llega a 1,7 trillones de euros (en el reporte se entiende esta cifra como créditos totales), de los cuales se encuentran cerca de 800 billones de euros en manos de bancos comerciales y 900 billones de euros en las denominadas “cajas”. Por su parte la exposición a créditos a promotores y desarrolladores inmobiliarios, así como a créditos hipotecarios, es grande, llegando a un 52% en el caso de los bancos y a un 68% de los créditos totales en el caso de las cajas.

En este contexto, los indicadores de actividad, riesgo y resultados de los bancos han sentido claramente el impacto de la crisis. En este sentido, destacan brevemente los siguientes elementos:

- El volumen total de créditos otorgados al sector privado por el sistema financiero español se contrajo por primera vez en muchos años, mientras que los activos totales se estancaron durante el 2009, luego de crecimientos de 8,6% y 9,5% en el 2007 y 2008, respectivamente. La recesión económica gatilló una menor demanda de crédito por parte de las empresas y las familias, en un contexto en el cual las entidades financieras incrementaron sus exigencias para otorgar préstamos.

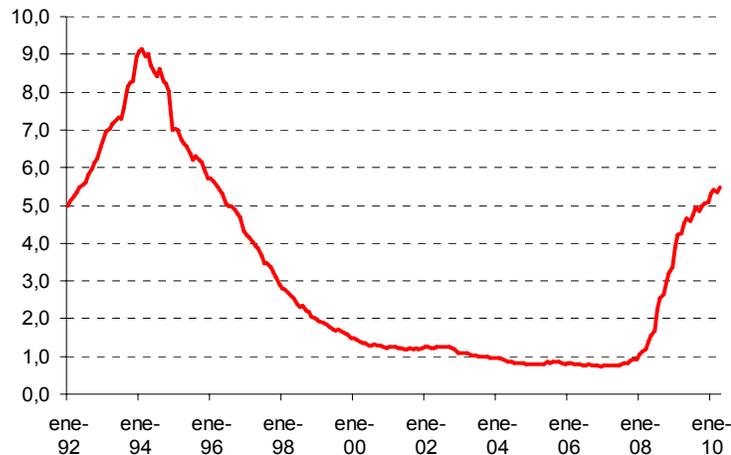
Grafico Nº 25: Crédito al Sector Privado
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Banco Central de España

- Los activos dudosos y, como consecuencia de ello, los ratios de morosidad han seguido creciendo, registrando a finales de 2009 niveles elevados, en especial en el crédito concedido a los sectores cuyo comportamiento está más vinculado al ciclo económico. De esta forma, los activos dudosos totales en los balances consolidados crecieron en diciembre de 2009 a un ritmo del 48%. Lo anterior, en conjunto con el debilitamiento del crédito, se tradujo en un aumento de 110 pb en la tasa de morosidad, la cual llegó a superar el 5,0% a fines de 2009.

Gráfico Nº 26: Créditos Dudosos
(Porcentaje de créditos dudosos de pago con respecto al total)



Fuente: Banco Central de España

- El resultado consolidado de las entidades financieras españolas registró una contracción de 19,7% durante el año 2009, lo cual se tradujo en una caída del retorno a activos desde un 0,73% a diciembre de 2008 a un 0,54% a diciembre de 2009, y del retorno sobre patrimonio, desde un 12,9% a diciembre de 2008 a un 9,0% a diciembre de 2009.

En este contexto, se aprobó en junio de 2009 la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) como un instrumento concebido para facilitar el ajuste necesario del sector bancario. El FROB tiene dos objetivos principales: gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito y contribuir a reforzar sus recursos propios en los procesos de integración. En los del primer tipo se establece una operativa escalonada: Inicialmente, la entidad afectada presenta al Banco de España un plan de viabilidad, que puede contemplar diferentes líneas de actuación (reforzamiento del patrimonio y de la solvencia, participación en una operación de concentración o traspaso total o parcial del negocio), y para el que se puede solicitar apoyo financiero. Si la vía anterior no tiene éxito, se producirá entonces la intervención de la entidad y el FROB será designado como administrador provisional, debiendo elaborar un plan de reestructuración cuyo objeto será la fusión o absorción de la entidad o la cesión global o parcial de activos y pasivos. Por su parte, en los procesos de integración entre entidades, estas deben presentar un plan que implique mejoras en la eficiencia y un redimensionamiento de su capacidad productiva. En este caso, el FROB podrá adquirir de forma transitoria participaciones preferentes convertibles en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportes al capital social. El FROB tiene previsto, si fuera necesario, llegar a los 99 billones de euros de capital disponible para inyectar a las entidades en dificultades. De acuerdo al Banco de España (BE), la cifra anterior representa un 46% de los fondos propios existentes a diciembre de 2009, lo cual cubre holgadamente el peor de los escenarios de pérdidas que se han barajado a nivel internacional para el sistema financiero español.

3.6.2. Principales Factores de Riesgo Para el Sistema Financiero

Los elementos presentados en los párrafos anteriores dejan en evidencia la fragilidad del sistema financiero español, el cual, además, enfrenta una serie de factores de riesgo que, de materializarse, tienen el potencial de provocar mayores pérdidas a las instituciones financieras, obligaría a rescates masivos y retrasaría aún más la recuperación económica. Entre estos factores, destacan:

- **La intensificación de la crisis de la deuda soberana en Europa:** Ello implicaría mayores pérdidas para los bancos y un aumento en el costo de financiamiento.
- **Una recaída de la actividad económica global:** Si bien los indicadores recientes continúan mostrando que la recuperación económica sigue progresando, la turbulencia financiera internacional, el ajuste fiscal en varias economías desarrolladas y el retiro gradual de los mecanismos de expansión monetaria, tienen el potencial de provocar una desaceleración en la actividad económica global. Ello indefectiblemente impactaría a la economía real española y a su sistema financiero.
- **Un mayor deterioro en la actividad económica local:** En particular, un aumento mayor en la tasa de desempleo gatillaría una mayor escalada en la tasa de morosidad.
- **A lo anterior, se suma el riesgo del ajuste en el sector inmobiliario:** De acuerdo al BE, la exposición del sistema financiero al sector de promoción y desarrollo inmobiliario llega a 445 billones de euros, de los cuales 165 billones de euros se encuentra en problemas. Estas son las cifras que utiliza para realizar la simulación de pérdidas. Sin embargo, sobre ello hay que considerar 600 billones de euros en exposición a créditos hipotecarios. Adicionalmente a ello, se debe considerar que los precios de las viviendas aún tienen espacio para seguir cayendo, lo que afectaría las garantías que mantienen los bancos.

3.7. Proyecciones Macroeconómicas y Principales Factores de Riesgo

La profunda contracción que afectó a la economía mundial, con especial fuerza durante la segunda mitad de 2008 y la primera parte de 2009, ha dado paso a una recuperación gradual de la actividad global, impulsada con mayor fuerza por las economías emergentes y en menor medida por las economías desarrolladas. La recuperación de estas últimas sustentada fundamentalmente en políticas económica, fiscal y monetarias, muy expansivas, así como mecanismos contundentes de apoyo a los sistemas financieros. Con todo, el escenario base considera una prolongación de la recuperación global durante el 2010, la cual se extendería durante el 2011.

Frente a este escenario, las proyecciones de consenso para la economía española contemplan que durante los próximos trimestres se produzca una mejora gradual en la actividad, lo que implica tasas de crecimiento trimestral levemente positivas. En todo caso, no lo suficientes como para arrastrar al crecimiento del año a terreno positivo. De esta forma, se prevé una contracción de la economía española de 0,4% en el presente año. A nivel de los principales componentes de la demanda, se espera que el consumo privado se mantenga virtualmente estable (0,2%), estando su recuperación contenida por la elevada tasa de desempleo y los altos niveles de endeudamiento. Por su parte, la inversión en vivienda seguiría disminuyendo significativamente, aunque probablemente a un ritmo menor que en el 2009, mientras que la inversión empresarial continuaría ajustándose a una situación de exceso de capacidad ociosa, menores utilidades y una alta intensidad de la incertidumbre

Para el próximo año, el consenso se espera que la economía española continúe en un proceso de recuperación gradual, sustentado en un mayor dinamismo en el consumo y en la inversión privada. Sin embargo, sus efectos expansivos sobre la actividad se verán compensados por la fuerte contracción prevista en el gasto público y en la inversión en construcción, particularmente del sector público. Esto, en línea con la implementación de las medidas de ajuste fiscal anunciadas y recientemente aprobadas por el Gobierno. Con todo, se espera una expansión moderada de la economía en el 2011 (0,6%).

En materia de precios, se espera una gradual aceleración en la tasa de inflación anual durante lo que resta del presente año, lo que llevaría a la inflación promedio en el 2009 a situarse en torno a 1,6%, impulsada por precios de los commodities más elevados y considerando el impacto del

aumento del IVA. Por su parte, para el 2011, las proyecciones de mercado sugieren que la inflación fluctuaría en el rango de 1,0% - 1,5%, favorecida por la lenta recuperación de la demanda.

Tabla N° 7: Proyecciones de las Principales Variables Económicas

	2009	2010	2011
ACTIVIDAD			
PIB Real (Var % anual)	-3,6	-0,4	0,6
• Consumo Privado (Var % anual)	-5,0	0,2	0,5
• Inversión Total (Var % anual)	-15,3	-9,8	-2,5
Tasa de Desempleo (% a fin de año)	18,0	20,5	20,2
PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS			
Inflación (% promedio año)	-0,2	1,6	1,3
Tasa de Política Monetaria (% a fin de año)	1,0	1,0	1,25
CUENTAS FISCALES			
Saldo Fiscal (% del PIB)	-11,2	-9,0	-7,1
CUENTAS EXTERNAS			
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,5	-3,9	-3,6

Fuente: The Economist, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

En este escenario, se identifican los siguientes factores de riesgo:

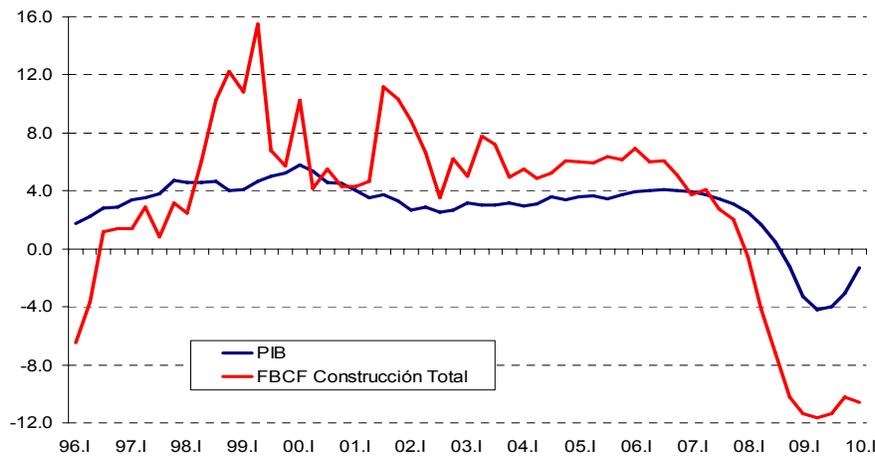
- La economía mundial o algunos países clave del ámbito internacional podrían no ser capaces de mantener una senda de crecimiento sostenido y/o surgen nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Ello tiene el potencial de reducir el crecimiento económico global y provocar un nuevo proceso de restricciones crediticias.
- Precios de los commodities más elevados, principalmente el petróleo, complicaría también el retorno a un fase de crecimiento más sostenible.
- La eventual incapacidad de algunos gobiernos en implementar las medidas de ajuste fiscal necesarias, podría originar un agravamiento de la crisis de confianza, principalmente en Europa.
- Por su parte, el ámbito interno, los principales factores de riesgo están relacionados con la extensión y profundidad del ajuste en el sector inmobiliario y con la fragilidad del sistema bancario español.

4. SECTOR CONSTRUCCIÓN

Tal como se aprecia en el Gráfico N° 27, el sector de la construcción en España ha jugado un papel relevante para lograr un crecimiento económico alto de la economía. En este sentido, el sector de la construcción ha sido uno de los más dinámicos durante el período 1998 - 2006, registrando un crecimiento promedio anual de 6,8%, cifra que se sitúa 3,0 puntos porcentuales por encima del promedio de expansión anual que se apreció para la producción agregada (PIB) en similar período. Con ello, la importancia relativa del sector respecto al PIB se ha incrementado desde un 11,8% en el año 1998 a un 17,9% en el 2006. Otro elemento interesante que se desprende del mismo gráfico, proviene del hecho que la evolución de la actividad de la

construcción es más volátil respecto a la actividad total. Ello queda de manifiesto en el hecho que la desviación estándar del gasto real en construcción estimada para los últimos 15 años llega a 7,5 puntos porcentuales, mientras que en el caso del PIB total dicha magnitud alcanza a 3,2 puntos porcentuales. Sin embargo, luego de la extensa fase de crecimiento experimentado durante la última parte de la década pasada, hasta mediados de 2007, el sector de la construcción ingresó a un proceso de ajuste, liderado en su primera etapa por una profunda contracción en el sector inmobiliario y posteriormente por una profundización en dicha caída y por una contracción en la construcción no residencial. Lo anterior como resultado del impacto sobre la economía asociado a la crisis financiera y económica internacional. Con ello, el sector de la construcción registró una contracción promedio anual de 5,0% en el período 2007 – 2009, mientras que el PIB se expandió a un ritmo promedio de 0,1% en similar período.

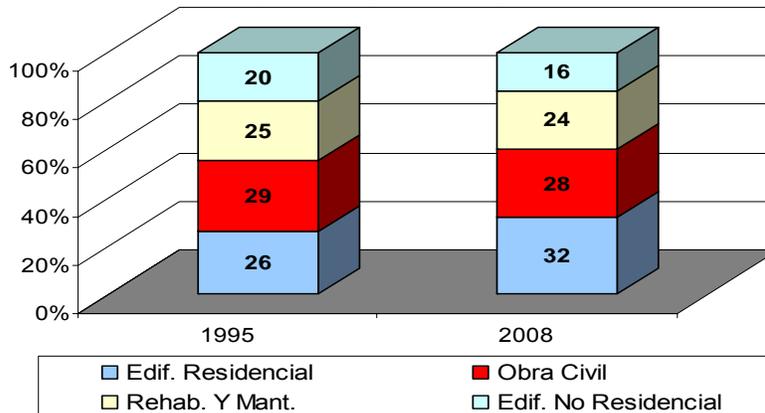
Gráfico N° 27: PIB Total y Sector de la Construcción
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Por su parte, las cifras evidencian que la construcción residencial representa la parte más importante de la actividad del sector de la construcción, seguida por la obra civil y la rehabilitación y mantenimiento de edificios. La producción residencial ha pasado de representar un 26% del total de la industria de construcción en 1995 a un 32% en 2008. Este incremento tuvo su contraparte, sobre todo, por una reducción en la importancia relativa de la edificación no residencial, que ha pasado de un 20% a un 16% durante el mismo periodo.

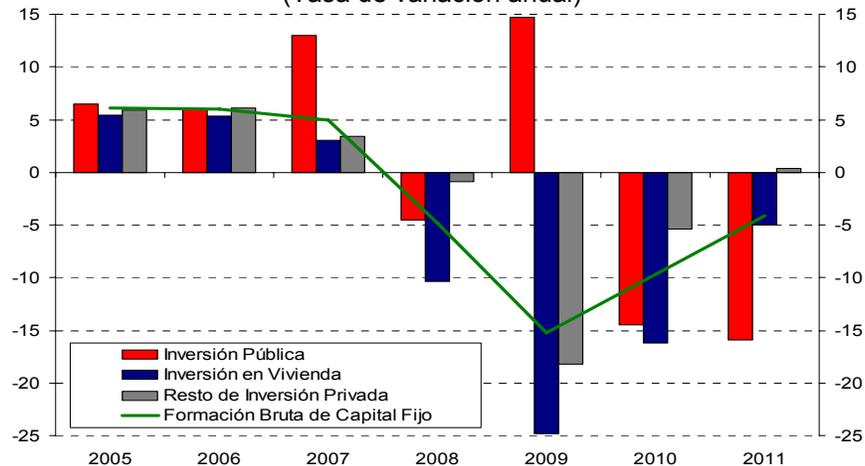
Gráfico N° 28: Estructura de la Construcción por Subsectores
(Porcentaje del Total)



Fuente: Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional de España (SEOPAN)

El Gráfico Nº 29 muestra que la evolución reciente de los principales componentes de la inversión ha estado lejos de ser homogénea. De esta forma, se aprecia el violento ajuste de la inversión en vivienda durante el 2008 y 2009, seguido por una caída moderada en el resto de inversión privada en el 2008 y ajuste más marcado en el 2009. En contraposición, el impacto de las caídas anteriores fue en parte compensado por la mayor inversión del sector público durante el 2009, reflejando las políticas fiscales expansivas diseñadas para mitigar la recesión económica. Cabe notar que, tal como se muestra en el gráfico, se espera una caída la inversión pública durante el 2010 y 2011. Ello se debe al hecho que el Gobierno español tiene ahora como prioridad llevar al déficit fiscal a una senda sostenible, lo que va a impactar a la inversión del sector público.

Gráfico Nº 29: Principales Componentes de la Inversión
(Tasa de variación anual)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

4.1. Sector Inmobiliario

El objetivo de este capítulo es hacer un diagnóstico de la situación actual del mercado de la vivienda residencial en España, considerando los cambios bruscos que ha sufrido el sector en casi la última década, así como las medidas recientes que el Gobierno ha implementado para mitigar la profundidad del ajuste que se inició en el 2007.

4.1.1. Burbuja Inmobiliaria y Ajuste

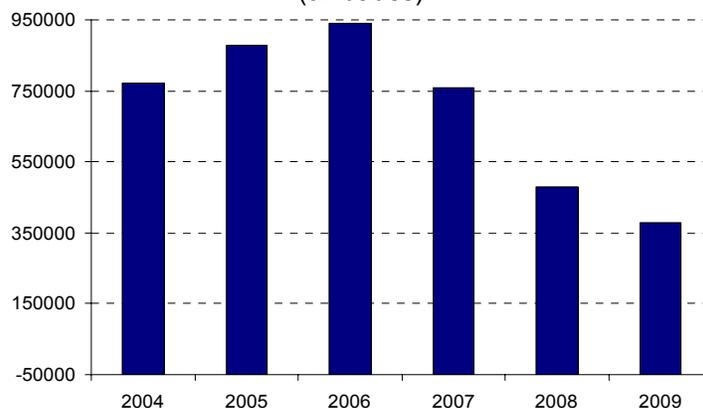
Desde fines de la década de los noventa hasta el año 2006, el aumento en la demanda por viviendas nuevas ha sido verdaderamente excepcional, impulsada, a su vez, por los siguientes factores:

- **El incremento de la migración:** A partir de la segunda mitad de la década pasada se apreció un cambio sustancial en la estructura demográfica española, como consecuencia del aumento en la migración. En buena medida, como reflejo de ello la formación de nuevos hogares se cuadruplicó en 10 años, pasando de 129.000 en el año 1996 a 529.000 el año 2006.
- **Mejora en la red de transporte:** Como consecuencia de mayores inversiones en infraestructura pública, lo que redujo el costo de traslado.
- **Desaparición del riesgo cambiario:** Como consecuencia de la introducción del euro como moneda común, se impulsó la demanda de no residentes por viviendas.

- **Medidas de estímulo:** La exención tributaria a la compra de viviendas probablemente exacerbó el aumento de la demanda.
- **Condiciones crediticias flexibles:** A pesar de que los factores anteriores indudablemente impactaron a la demanda por viviendas, probablemente las condiciones iniciales de la burbuja en el sector inmobiliario se produjeron a partir de la significativa caída en las tasas de interés que tuvo lugar a fines de la década de los noventa y la simultánea relajación de las condiciones para el otorgamiento de créditos. Esto último, en parte producto de la mayor capacidad de las entidades financieras de incrementar su financiamiento exterior en euros sin riesgo cambiario.
- **Expectativas de valoración de las viviendas:** La burbuja en el sector creció y se propagó con rapidez por el contagio de las expectativas alcistas de los precios generado por el incremento inicial causado por las condiciones del mercado hipotecario que se han comentado anteriormente. La apuesta básica de todos los participantes en los mercados financieros e inmobiliarios fue la misma: el precio de la vivienda no podía caer en términos nominales. Dado que todos los agentes estaban realizando la misma apuesta, el riesgo sistémico de la economía aumentó drásticamente.
- **Riqueza de los hogares:** Como consecuencia del dinamismo inicial del sector inmobiliario y el consiguiente aumento en los precios, la riqueza de las familias aumentó, dando un nuevo impulso a la demanda por viviendas.

Como consecuencia de la combinación de los factores anteriores, el mercado inmobiliario experimentó un gran dinamismo, en el cual las transacciones de viviendas llegaron a superar las 900.000 en el año 2006. Consistente con ello, el crédito hipotecario a los hogares para la compra de viviendas se multiplicó por seis en 10 años, pasando de 100 billones de euros en 1997 a casi 600 billones en el 2007.

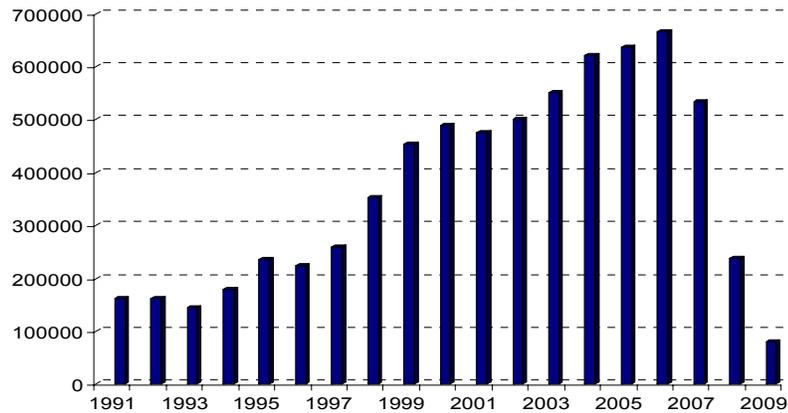
Gráfico Nº 30: Transacciones de Viviendas
(unidades)



Fuente: Ministerio de Vivienda

Como resultado de este crecimiento extraordinario en la demanda por viviendas, la construcción de viviendas registró también un crecimiento explosivo. Así, la oferta de viviendas nuevas se multiplicó en el período 1997-2007. En efecto, la construcción residencial creció de forma sostenida hasta duplicar su importancia relativa respecto al PIB, pasando de representar un 4,7% en 1997 a un 9,3% en el año 2007.

Gráfico N° 31: Construcción de Viviendas
(Unidades)

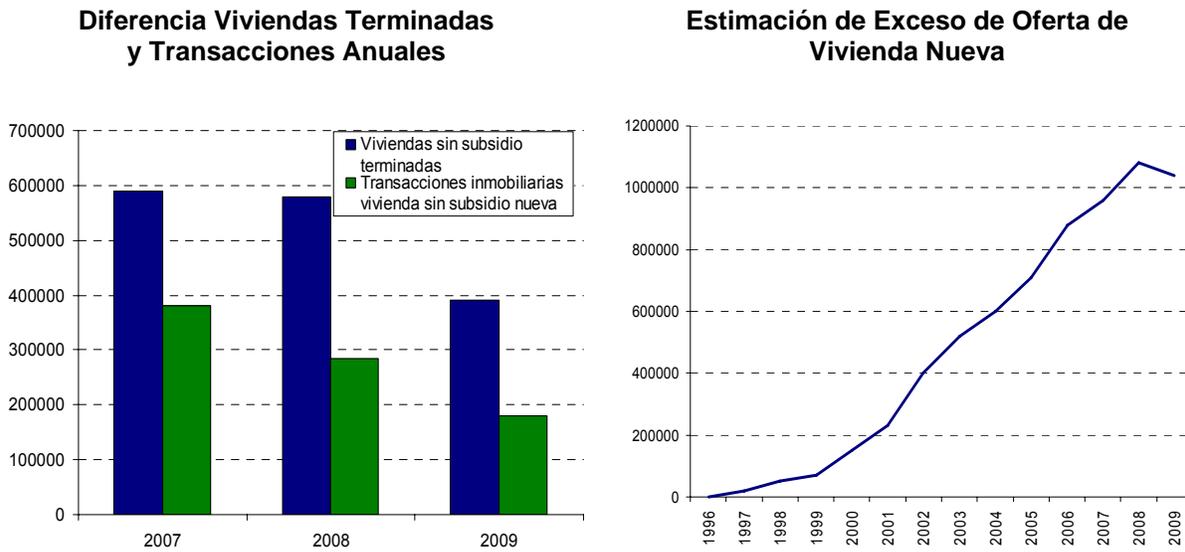


Fuente: Ministerio de Vivienda

Como suele ocurrir en estos períodos de exceso de demanda, el ajuste del mercado se produce a través de cantidades y precios. Así, a partir de fines de la década pasada, el precio de la vivienda aumentó sustancialmente, llegando a apreciarse tasas de variación anual cercanas al 20%.

Esta fase expansiva en el sector inmobiliario, que trajo consigo un aumento de precios y mayor oferta de viviendas, alcanzó su peak en el año 2006. Sin embargo, esta etapa expansiva ha venido seguida de otra de fuerte ajuste. A partir del año 2007 se produjo un cambio de tendencia en la demanda por viviendas. Así, en menos de tres años, las transacciones de viviendas caen desde más de las 900.000 registradas en el año 2006 hasta menos de 400.000 en el año 2009. La reducción de la demanda, inicialmente impulsada por el encarecimiento en el financiamiento y, más tarde, por el entorno recesivo, tras el desencadenamiento de la crisis financiera internacional, provocó una rápida respuesta de la oferta, materializada en una significativa caída en la edificación de viviendas iniciadas (las viviendas iniciadas cayeron rápidamente, pasando de 665.000 en el año 2006 a 269.000 en el año 2008 y a 80.230 en el año 2009). Sin perjuicio de ello, durante el 2007 y 2008 se terminaron de construir cerca de 600.000 viviendas anuales, una cantidad muy superior a las transacciones realizadas. Este hecho se debe a que la duración del proceso de producción en el sector residencial puede llevar varios años. Ello, ha provocado un aumento sostenido y significativo en el stock de oferta de viviendas disponibles para la venta. Tal como se aprecia en el Gráfico N° 32, dicho stock sigue acumulándose y, a pesar de hacerlo cada vez a un ritmo menor, su tamaño es considerable.

Gráfico Nº 32: Indicadores de Exceso de Oferta de Viviendas



Fuente: Ministerio de Vivienda, Servicio de Estudios Económicos BBVA.

El deterioro en las condiciones del sector inmobiliario, reflejadas en buena medida en la sobreoferta de viviendas, gatilló un ajuste en los precios de las viviendas. Así, su tasa de variación anual pasó de cifras cercanas al 20% de aumento hacia el 2004 a caídas cercanas al 10% a fines de 2009. Es interesante notar que la corrección de precios puede catalogarse aún de moderada, si se compara con el ajuste de ciclos inmobiliarios pasados. Por ejemplo, durante el ajuste de 1992-1997, fueron 21 los trimestres en los que se registraron tasas de crecimiento negativas de los precios reales y la caída desde el peak llegó a un 20%, lo que se compara con 6 trimestres de caída en el ciclo actual y una contracción desde el peak de un 11%. Adicionalmente, cabe señalar que el ajuste de precios en el caso del ciclo inmobiliario reciente en Estados Unidos llegó a un 33%.

4.1.2. Medidas de Apoyo al Sector

Frente a este panorama de profundo ajuste en el sector inmobiliario español, las autoridades implementaron un conjunto de medidas a partir de 2008, con el objetivo de mitigar los efectos negativos del exceso de oferta de viviendas e impulsar la rehabilitación de viviendas y el arriendo como alternativas para el sector. En particular, la política implementada tuvo tres pilares fundamentales: impulso a la vivienda protegida, impulso al alquiler e impulso a la rehabilitación de viviendas.

4.1.2.1. Impulso a la Vivienda Protegida (VPO)

La vivienda protegida es un tipo de vivienda de precio bajo y parcialmente subvencionada por la administración pública española. En este ámbito se implementaron un conjunto de medidas, entre las que destacan:

- **Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación (2009 – 2012):** De acuerdo al Gobierno, el plan tiene por objeto facilitar el acceso a una vivienda de los ciudadanos con más dificultades, pero también de rentas medias, además que busca aprovechar la producción sobrante de vivienda libre para ampliar el parque público al servicio de la población. En particular, el objetivo del plan es beneficiar a 996.000 hogares en los próximos cuatros

años para permitir el acceso de los ciudadanos a viviendas en compra y también en alquiler, promover la urbanización de suelo para vivienda protegida y mejorar el parque de viviendas actual.

- **Financiamiento directo del ICO (Instituto de Crédito Oficial) para la promoción de viviendas en alquiler y adquisición y urbanización de suelo para viviendas protegidas:** El Instituto de Crédito Oficial colabora en la política de vivienda para financiar la promoción de viviendas en alquiler, así como la adquisición y urbanización de suelo destinado mayoritariamente a viviendas VPO. De acuerdo a cifras oficiales, desde noviembre de 2009 hasta febrero de 2010 se han autorizado 261 operaciones por un importe de 431 millones de euros.
- **Línea de Cobertura para Vivienda Protegida:** A través de esta línea, el Gobierno ofrece una cobertura de hasta el 50% del monto de los nuevos préstamos para viviendas protegidas, provenientes tanto del nuevo Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012, como del stock de viviendas sin vender procedentes de planes anteriores o de la conversión de viviendas libres (sin subsidio) en protegidas (con subsidio).

4.1.2.2. Impulso al Alquiler

Una de las características más significativas del sector de la vivienda en España ha sido la escasez de alojamientos en régimen de alquiler. En la actualidad, un 13,2% de la población vive en una vivienda en alquiler, frente al 40% de la media europea. De esta forma, son numerosas las medidas adoptadas para desarrollar el mercado del alquiler en España, aumentando la oferta disponible y estimulando la demanda, asegurando, al mismo tiempo, la calidad de los alojamientos. El objetivo de las medidas en este ámbito es lograr que en el 2020 el 20% de las familias residan en una vivienda en alquiler. Entre dichas medidas se identificó a las siguientes como las más relevantes:

- **Creación de la Sociedad Pública de Alquiler (SPA):** La SPA tiene como objetivo promover en el mercado un modelo de gestión profesionalizado, incentivando la oferta y la demanda y desarrollando productos y servicios de alquiler que se adapten a las necesidades de los ciudadanos. En particular, al incluir una vivienda en el programa de la SPA, ésta se encarga de evaluarla y encontrar un inquilino. Una vez firmando el primer contrato de alquiler, la sociedad paga directamente al propietario una cuota mensual previamente acordada. La SPA le garantiza el ingreso de esta renta mensual, además de la restitución de la vivienda en buenas condiciones.
- **Renta Básica de Emancipación:** Esta consiste en un conjunto de ayudas directas del Estado, destinadas al apoyo económico para el pago del alquiler de la vivienda de jóvenes de entre 22 y 30 años.

4.1.2.3. Impulso a la Rehabilitación

La rehabilitación de viviendas y edificios ha recibido dos fuertes impulsos:

- Programas de subvenciones directas y otras ayudas del Plan Estatal de Vivienda y Rehabilitación 2009-2012, por un monto de 1.780 millones de euros.
- Los beneficios fiscales introducidos. En particular, la reducción del IVA para todo tipo de obra de rehabilitación y deducciones fiscales de hasta un 10% en el IRPF (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

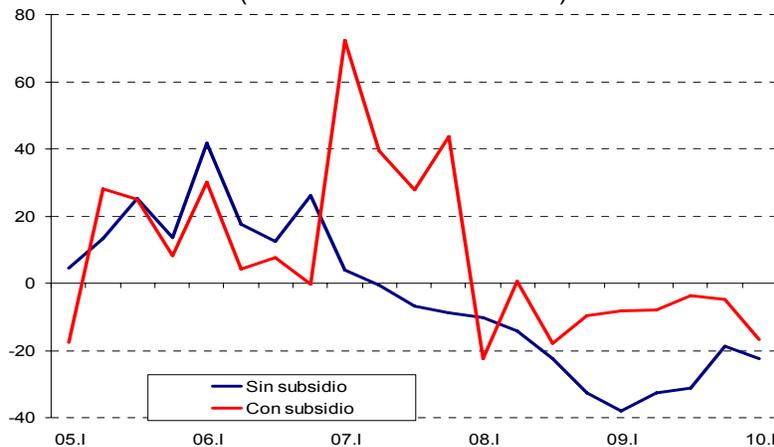
4.1.3. Evolución Reciente del Sector Inmobiliario

Los datos correspondientes al primer trimestre del presente año confirman que el proceso de ajuste se prolongó en dicho período aunque, en determinados segmentos, con menos fuerza. Ello,

responde a la leve mejoría en las condiciones crediticias y al conjunto de medidas de apoyo al sector que el Gobierno implementó durante los últimos años. En particular se aprecian los siguientes hechos relacionados con la evolución del sector inmobiliario:

- En el mercado de viviendas nuevas libres (sin subsidio) se registraron 38.633 transacciones en los primeros tres meses de 2010. Ello representa una caída de 22,0% respecto a las registradas en similar período de 2009 y de un 62% respecto al peak de transacciones registradas en el último trimestre de 2006.
- Por su parte, el mercado de viviendas protegidas (con subsidio), el número de transacciones llegó a 7.657 en el primer trimestre, con una caída de 16,7% en términos anuales y una contracción respecto al peak de 40,0%. La menor intensidad de la caída revela probablemente el impacto de las políticas de estímulos diseñadas para este segmento de la población.

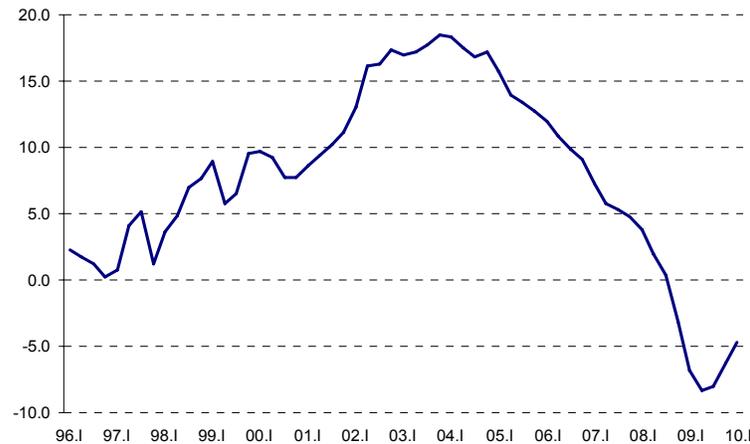
Gráfico Nº 33: Transacciones de viviendas nuevas
(Tasa de crecimiento anual)



Fuente: Ministerio de Vivienda

- En contraposición, las transacciones de viviendas de segunda mano experimentaron durante el primer trimestre de 2010 una sorprendente recuperación, llegando su tasa de variación anual a un 31,0%, aunque aún se encuentra muy por debajo de sus niveles peak alcanzados en el 2006 (-60%).
- Por último, el precio de las viviendas sin subsidio continuó cayendo durante el primer trimestre de 2010 (-4,7% en términos anuales), llegando a 1.870 euros por m². Respecto a su nivel más alto alcanzando a mediados de 2008, el precio medio de las viviendas acumula una caída de 11,2%.

Gráfico N° 34: Precio de Viviendas sin subsidio
(Tasa de Crecimiento Anual)



Fuente: Ministerio de Vivienda

4.1.4. Perspectivas

Las perspectivas para el sector inmobiliario español no se ven para nada auspiciosas en el corto y mediano plazo. En este sentido, destacamos para las principales variables del sector los siguientes elementos:

- **Demanda por viviendas:** Aunque esperamos una moderación en el ritmo de caída tras el desplome que se apreció en las transacciones en los últimos años, la demanda por viviendas estimamos continúe deprimida en lo que resta de 2010 y 2011. Ello, debido a la debilidad en sus fundamentales. En particular, las perspectivas económicas apuntan en dirección a un lento crecimiento de la economía, que no será suficiente para reducir la tasa de desempleo y permitir un repunte en el ingreso de los hogares. Por su parte, dada las condiciones débiles en el sector bancario español y su alta exposición a los créditos hipotecarios, es altamente probable que las restricciones crediticias a este segmento se prolonguen por algunos trimestres más. En tanto, respecto al mercado de viviendas con subsidio, un mayor impulso fiscal en este ámbito pensamos que es muy poco probable, dado que el Gobierno tiene como prioridad ahora reducir su excesivo déficit fiscal.
- **Inversión en vivienda:** Los excesos de oferta acumulados en el sector inmobiliario durante el largo y profundo período de ajuste, continuarán fomentando una corrección en la oferta de vivienda nueva. Ello, en conjunto con las expectativas desfavorables para la demanda, lleva a pensar que los flujos de inversión en el sector inmobiliario continuarán contrayéndose en los próximos trimestres. En esta línea, el Banco de España, en su último reporte de proyecciones, estimó una contracción de la inversión en vivienda de 17,0% este año y de 5,0% el próximo.
- **Precios:** Tal como se señaló en párrafos anteriores, el precio de las viviendas acumula una caída de 11,0% respecto a su nivel máximo, ajuste que aún parece ser moderado. Esto, considerando que la caída en el caso de Estados Unidos en la crisis reciente superó el 30%, mientras que en España el retroceso durante la crisis de principios de la década pasada llegó a un 20,0%. Fortaleciendo lo anterior, la revista The Economist publicó en su edición de julio de 2010 un reporte que estima que, a pesar de la reciente caída en los precios de las viviendas en España, la sobrevaloración aún bordea el 50%. A ello, se suma la elevada sobreoferta de viviendas y el hecho que los bancos aún mantienen en sus balances un stock de viviendas que eventualmente se incorporarán al mercado, ejerciendo una nueva presión bajista sobre el precio.

4.2. Infraestructura

4.2.1. Plan de Desarrollo de Largo Plazo de la Infraestructura Pública

A fines del año 2004, el Ministerio de Fomento de España elaboró un plan maestro de mediano y largo plazo para el desarrollo de la infraestructura del país, denominado Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT). El PEIT aborda la planificación del conjunto de los proyectos en materia de infraestructuras y transportes para el período 2005 – 2020, por un monto de 248,9 billones de euros. En la Tabla N° 8, se presentan los montos programados desde el punto de vista de los sectores receptores de la inversión, destacando la importancia del transporte por ferrocarril.

Tabla N° 8: Proyectos Previstos en el Programa Estratégico de Infraestructura y Transporte

Proyectos	Monto (Mill. Euros)	% del Total
Transporte de Ferrocarril, excepto proyectos urbanos	108.760	43,70
Altas prestaciones	83.450	33,53
Mantenimiento y mejora de red convencional	18.000	7,23
Otros	7.310	2,94
Transporte de carretera, excepto proyectos urbanos	62.785	25,23
Vías de gran capacidad	32.105	12,90
Conservación y Explotación	22.580	9,07
Otros	8.100	3,26
Transporte Aéreo	15.700	6,31
Área de terminales	5.760	2,31
Intermodalidad y Medio Ambiente	3.387	1,36
Seguridad y Navegación Aérea	3.224	1,30
Otros	3.329	1,34
Transporte Marítimo y Puertos	23.460	9,43
Infraestructura e instalaciones portuarias	22.480	9,03
Salvamento, seguridad y medio ambiente marino	980	0,39
Transporte Intermodal de mercancías y viajeros	3.620	1,45
Apoyo a red de nodos y plataformas intermodales	1.200	0,48
Acceso terrestre a puertos	1.220	0,49
Otros	1.200	0,48
Transporte urbano y metropolitano	32.527	13,07
Apoyo al transporte público e intercambiadores	16.000	6,43
Cercanías Ferroviarias	10.050	4,04
Proyectos en carreteras	4.077	1,64
Otros	2.400	0,96
Investigación, desarrollo e innovación	2.040	0,82
Programa de I+D+i en el transporte	1.610	0,65
Otros	430	0,17
TOTAL PROYECTOS PREVISTOS EN EL PEIT	248.892	100,00

Fuente: Ministerio de Fomento.

4.2.2. Programa de Inversión en Infraestructura Pública 2010 - 2011

Durante el mes de abril último, el Gobierno presentó el plan de infraestructura denominado Plan Extraordinario de Infraestructuras (PEI), que forma parte integral del PEIT. Dicho plan se trata de un programa de infraestructura en colaboración público – privada, que permitirá anticipar a 2010 y 2011 licitaciones por un valor de 17 billones de euros, lo que representa cerca de un 1,7% del PIB. Cabe destacar que este monto incorpora el ajuste en el plan de obras públicas de 1,7 billones de euros resultante de los ajustes presupuestarios. Sin embargo, aún no incorpora el ajuste que se anunció en el mes de mayo y que, extraoficialmente podría implicar una reducción adicional de 1,5 billones de inversión en infraestructura.

De acuerdo al plan original, en torno al 70% de las inversiones irán destinadas al sector ferrocarril, para mejorar las redes ferroviarias, así como para el transporte de mercancías. Ello deja claramente en evidencia que el Gobierno mantiene así su impulso al sector ferrocarril. Por su parte, el 30% de las inversiones restantes serán destinadas a la mejora de las infraestructuras viales.

Por otra parte, el plan presentado prevé, respecto al financiamiento, que la banca pública y privada aportará el 80% del financiamiento, mientras que las constructoras aportarán el 20% restante. En tanto el concesionario asumirá los riesgos de construcción (no cobra hasta que termine la obra) y el de disponibilidad de la infraestructura.

De acuerdo al Ministerio de Fomento, los proyectos que serán incluidos en el PEI se seleccionarán "...en función de su contribución al desarrollo territorial, a la competitividad de la economía y a la sostenibilidad del sistema de transporte. Por lo tanto, no sólo se tendrá en cuenta su rentabilidad económica. También se prestará atención a su rentabilidad social y medioambiental", acotando, que "las licitaciones se iniciarán en el segundo semestre de 2010."

Tabla Nº 9: Plan Extraordinario de Infraestructuras 2010-2011 (PEI)

Proyectos	Monto (Mill. Euros)
Mejora de las redes ferroviarias de altas prestaciones de cercanías y al transporte de mercancías.	11.900
Mejora de Infraestructuras viales.	5.100
TOTAL	17.000

Fuente: Ministerio de Fomento.

4.2.3. Principales Proyectos Identificados en el Sector Transporte

De acuerdo a la presentación del Ministerio de Fomento, los principales proyectos de infraestructura en transporte que se están ejecutando son:

Tabla Nº 10: Principales Proyectos de Infraestructura de Transporte

Carretera	Tramo	Presupuesto (Mill. euros)	Longitud (Km)	Comunidad Autónoma	Provincia
Entorno Urbano Cádiz	Nuevo Puente sobre la bahía, Acceso a Cádiz,	315,24	5	Andalucía	Cádiz
Entorno Urbano Sevilla	Sector Suroeste, Túneles Sur del Guadalquivir	269,36	4,1	Andalucía	Sevilla
Entorno Urbano Sevilla	Sector Suroeste, Túneles Norte del Guadalquivir	236,23	2,8	Andalucía	Sevilla
Entorno Urbano Murcia	Autovía del Reguerón	208,87	16,3	Región de Murcia	Murcia
A-7 Autovía del Mediterráneo	Castillo de Baños (Polopos)–Albuñol	151,93	14,9	Andalucía	Granada
A-8 Autovía del Cantábrico	Muros del Nalón - Las Dueñas	130,95	8,1	Asturias	Asturias
B-40	Olesa de Montserrat - Viladecavalls	129,52	6,2	Cataluña	Barcelona
Entorno Urbano Málaga	Conexión MA-417	128,80	6	Andalucía	Málaga
Entorno Urbano Barcelona	Variante de Vallirana	121,56	2,2	Cataluña	Barcelona
A-60	Santas Martas León	120,21	27,1	Castilla y León	León
N-332	Tramo II Cullera y Favara,	114,55	8,6	Comunidad Valenciana	Valencia
Entorno Urbano Sevilla	SE-40 Este, La Rinconada (A-4)	107,49	10,2	Andalucía	Sevilla
A-8 Autovía del Cantábrico	Unquera - Pendueles	106,81	11,8	Asturias	Asturias
Entorno Urbano Málaga	Conexión MA-417	105,12	3,9	Andalucía	Málaga
A-7 Autovía del Mediterráneo	Cocentaina - Muro de Alcoy	104,03	11,6	Comunidad Valenciana	Alicante
Entorno Urbano Granada	Pinos Puente - Atarfe	103,40	11,7	Andalucía	Granada
A-23 Autovía Sagunto - Zaragoza - Jaca	Alto de Monrepós - Caldearenas	97,28	3,9	Aragón	Huesca
A-4 Autovía del Sur	Nueva calzada sentido sur de Despeñaperros	97,01	9,4	Andalucía	Jaén
Entorno Urbano Valladolid	Ronda exterior este de Valladolid	95,36	13,1	Castilla y León	Valladolid
A-33	A-31 - A-35	94,33	12,5	Comunidad Valenciana	Valencia
A-8 Autovía del Cantábrico	Solares - La Encina	90,83	13,3	Cantabria	Cantabria
A-7 Autovía del Mediterráneo	Almuñécar - Salobreña (Lobres)	89,52	7,8	Andalucía	Granada
A-54	Lavacolla - Arzúa	88,28	18,5	Galicia	La Coruña
Entorno Urbano Málaga	Autovía A-357 Conexión carretera C-3310	84,23	5,1	Andalucía	Málaga
A-27	Variante de Valls - Montblanc	81,40	7,3	Cataluña	Tarragona
TOTAL		3.272,31			

Fuente: Ministerio de Fomento