

En 2010, la actividad mostró una ligera caída, del -0,1 %, como consecuencia del efecto arrastre de la intensa contracción de 2009. Con todo, la economía española inició su recuperación en 2010, con un leve repunte de la actividad en todos los trimestres, salvo el tercero. Como se observa en el gráfico 5.1, el repunte de 2010 fue modesto en comparación con la pérdida de producción registrada en la recesión: frente a un descenso acumulado de la actividad de casi 5 puntos porcentuales (pp) en 2008 y 2009, en 2010 apenas se recuperó 0,6 pp. En el primer trimestre de 2011 prosiguió este proceso de lento crecimiento, con una expansión del producto del 0,3 %. Las perspectivas para 2011 y 2012 incluidas en el *Informe de Proyecciones* publicado por el Banco de España el pasado mes de marzo apuntan a que esa recuperación gradual continuará, si bien a finales de 2012 todavía no se habría alcanzado el nivel de producción anterior a la crisis.

Este ritmo de recuperación es también más pausado que el observado en la salida de la recesión de principios de los años noventa, debido, entre otros factores, a la evolución negativa que se proyecta para el consumo público y la inversión en vivienda en 2011 y 2012, en comparación con la que esas dos variables mostraron en 1995 y 1996, lo que responde a la mayor intensidad de los ajustes fiscal y del mercado inmobiliario en la presente crisis. En cambio, la recuperación del consumo privado no sería muy distinta en los dos próximos años a la que se experimentó a mediados de los años noventa y la contribución de la demanda externa neta al producto incluso sería superior en 2011 y 2012, pese a no haber contado con el recurso al instrumento cambiario. La recuperación de la actividad que se anticipa será, por tanto, gradual como consecuencia de los ajustes de los desequilibrios acumulados en la fase de expansión y del deterioro fiscal emergido durante la crisis, que se manifiestan ahora en la necesidad de reducir la demanda pública para hacerla más consistente con los recursos disponibles en un contexto en el que la demanda privada ve limitadas sus posibilidades de expansión por el alto endeudamiento acumulado. En este proceso, la mejora de las exportaciones netas actuará de soporte del crecimiento y permitirá una disminución de la apelación al ahorro externo. El lento despegue de la actividad también contrasta con la recuperación más intensa que se vislumbra en el área del euro. Si bien la profundidad de la recesión en la UEM fue similar a la española en términos de descenso del producto, en 2010 el incremento de la actividad en la zona del euro fue significativo y continuará en 2011 y 2012.

La severidad de la recesión y la lentitud de la recuperación han dado lugar a un exceso de capacidad sustancial en la economía española, que se manifiesta en una brecha de producción muy negativa y en una elevada tasa de paro, y han tenido un impacto negativo significativo sobre el producto potencial.

1 Las condiciones monetarias y financieras

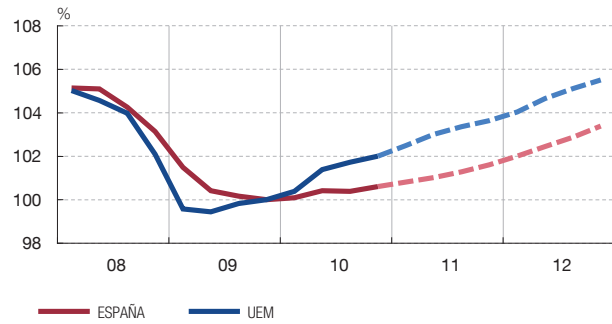
Las tensiones financieras elevaron el coste de financiación de las Administraciones Públicas y de las entidades de crédito...

Las tensiones registradas en 2010 en los mercados financieros del área del euro a raíz de la crisis de la deuda soberana se reflejaron en un importante ascenso del coste de financiación de las AAPP y de las entidades de crédito, y en mayores dificultades para el acceso a los mercados mayoristas por parte de estas últimas. El momento de mayor tensión se observó en el mes de noviembre. Posteriormente, las primas de riesgo de los emisores residentes han tendido a reducirse, dentro de una pauta de marcada volatilidad, aunque siguen en registros relativamente elevados, por encima de 200 puntos básicos (pb) en mayo de 2011.

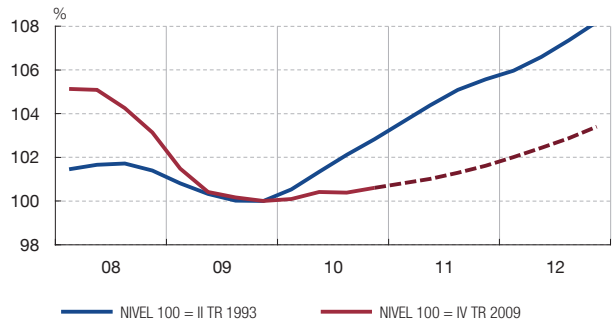
CARACTERIZACIÓN DEL CICLO ACTUAL (a)

GRÁFICO 5.1

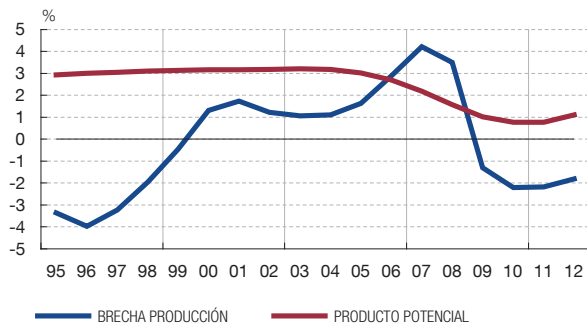
PIB
Nivel = 100 en IV TR 2009



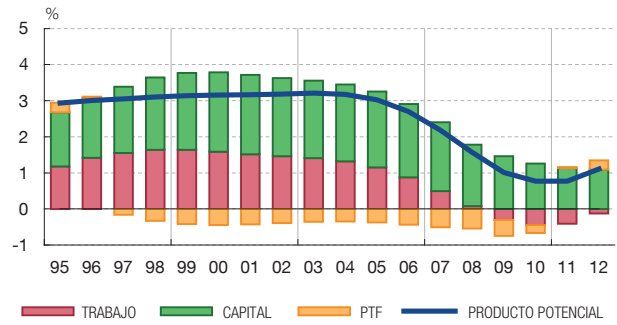
PIB DE ESPAÑA



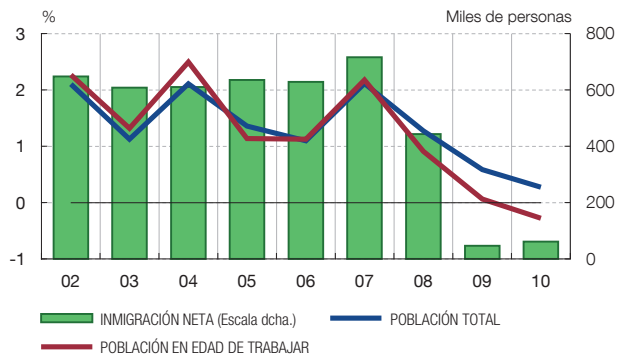
BRECHA DE PRODUCCIÓN Y CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



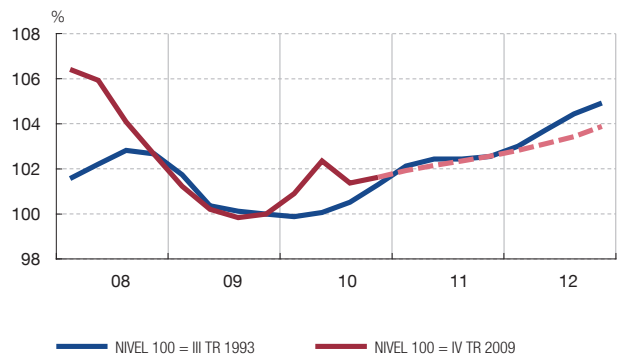
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



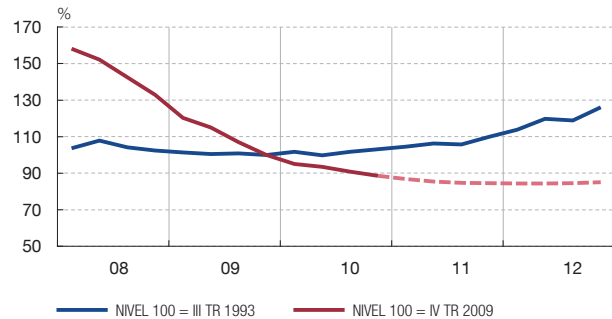
CIFRAS DE POBLACIÓN



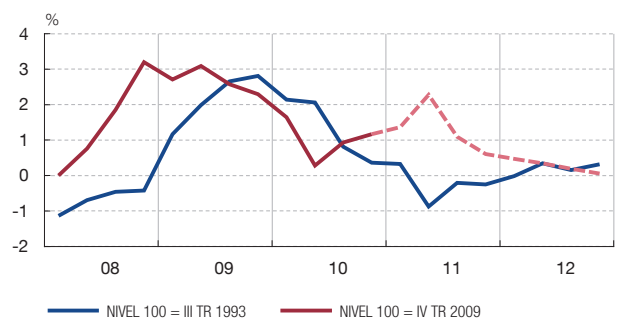
CONSUMO PRIVADO



INVERSIÓN EN VIVIENDA



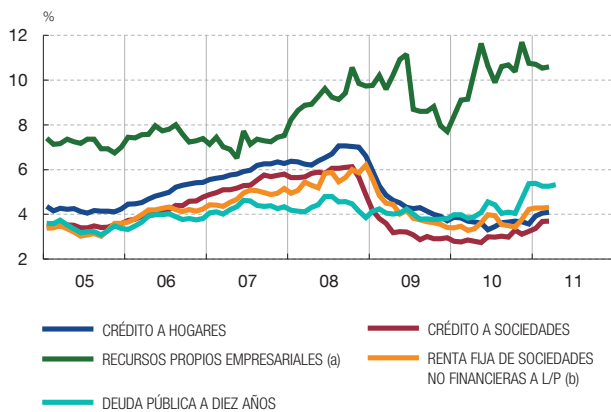
CONTRIBUCIONES DE LA DEMANDA EXTERIOR (b)



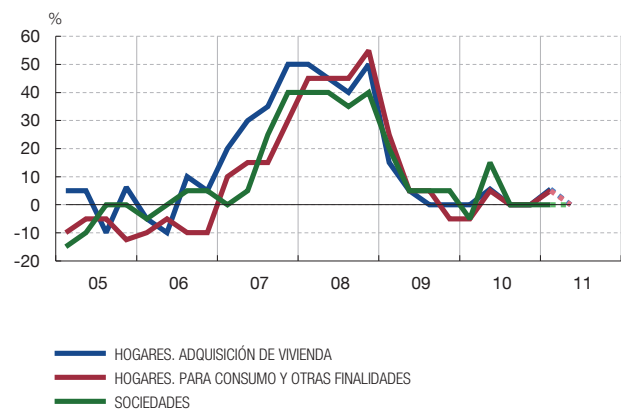
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las previsiones se muestran en línea discontinua.
- b Tasas de crecimiento interanuales.

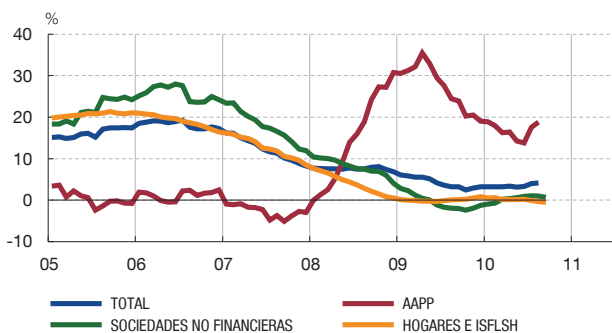
COSTE DE FINANCIACIÓN



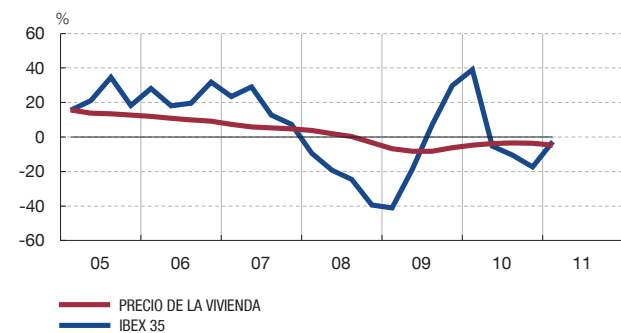
VARIACIONES DE LAS CONDICIONES DE OFERTA EN PRÉSTAMOS BANCARIOS (c) (d)



CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN



PRECIOS DE LOS ACTIVOS Tasas interanuales



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Datastream, MSCI Blue Book y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- c Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerable $\times 1$ + % de entidades que señalan cierto endurecimiento $\times 1/2$ - % de entidades que señalan una cierta relajación $\times 1/2$ - % de entidades que señalan una relajación considerable $\times 1$.
- d La línea discontinua indica las previsiones realizadas el trimestre anterior por las entidades encuestadas.

... y contribuyeron a un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación de las empresas y las familias, que también se vieron afectadas por el aumento de los tipos de interés de mercado

Por su parte, el coste de la financiación bancaria a hogares y sociedades no financieras también se incrementó desde mediados de 2010 (véase gráfico 5.2). Esta evolución resultó del aumento en las rentabilidades interbancarias y, desde principios de 2011, de una traslación progresiva del encarecimiento del pasivo de las instituciones financieras a los márgenes aplicados por estas en las operaciones con la clientela. Los criterios de concesión de créditos continuaron siendo restrictivos y, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), se endurecieron adicionalmente, aunque de forma moderada, durante el segundo trimestre del pasado ejercicio, como consecuencia fundamentalmente de las tensiones financieras, habiéndose mantenido sin cambios posteriormente, salvo durante los tres primeros meses de 2011, que volvieron a hacerse algo más exigentes en el segmento de financiación a las familias. Las turbulencias también se tradujeron en un ascenso del coste de las emisiones de valores de renta fija y variable de las sociedades no financieras.

El descenso del precio de los activos financieros y reales contribuyó adicionalmente

El precio de los activos financieros y reales descendió durante 2010 (un 17,4% el índice IBEX 35 y un 3,5% el valor de la vivienda, acumulando en este último caso una caída del 13% en términos nominales y del 18% en términos reales desde los valores máximos de principios de 2008). Esto contribuyó adicionalmente al endurecimiento de las condiciones

al endurecimiento de las condiciones financieras, pero la depreciación del tipo de cambio operó en la dirección contraria

financieras, si bien la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal operó en la dirección contraria. En los primeros meses de 2011, las cotizaciones bursátiles se recuperaron, con un avance del 7,5 % hasta el 6 de mayo, si bien el precio de la vivienda descendió un 2,6 % adicional en el primer trimestre, con lo que acumula una caída del 20 % en términos reales, y el euro se apreció significativamente.

A pesar del estancamiento de la deuda de hogares y sociedades no financieras...

En este contexto, la deuda del sector privado no financiero siguió mostrando una evolución consistente con un patrón lento de desapalancamiento en el caso de los hogares y selectivo para las empresas. Así, los pasivos de las familias permanecieron prácticamente estancados en 2010 y han pasado a contraerse ligeramente desde principios de 2011, mientras que en las sociedades no financieras se redujo el crédito bancario en las actividades ligadas al sector inmobiliario, observándose para el resto un avance próximo a cero o ligeramente positivo. La evolución del crédito bancario y del endeudamiento, en general, por sectores se analiza con detalle en el capítulo 6 de este Informe.

... la ratio de endeudamiento de las familias apenas varió, debido a la evolución desfavorable de las rentas, y la de las sociedades descendió ligeramente

A pesar del estancamiento de los pasivos de los hogares durante los últimos años, la ratio de endeudamiento apenas se ha reducido desde los elevados niveles alcanzados en 2007, debido a la atonía de los ingresos del sector. No obstante, la carga financiera asociada siguió disminuyendo en el conjunto de 2010, gracias al descenso del coste medio anual de la deuda viva, si bien los tipos de interés empezaron a incrementarse en los últimos meses del año. En el caso de las sociedades no financieras, la recuperación de los beneficios empresariales contribuyó a un mayor recorte de la ratio de endeudamiento, aunque moderado, y también de la carga financiera asociada, que se vio favorecida por la disminución del coste medio de la deuda viva. En todo caso, el apalancamiento del sector empresarial permanece en niveles elevados, aunque esta situación agregada oculta patrones sectoriales heterogéneos (véase recuadro 6.2).

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

El año 2010 marca el comienzo de un ajuste fiscal enérgico, que se adelanta sobre los planes iniciales

En 2010 se inició el proceso de consolidación fiscal. Un proceso que comenzó con la aprobación en diciembre de 2009 de los Presupuestos Generales del Estado para ese año y que se reafirmó con la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) de febrero de 2010, que estableció una senda de recorte del déficit hasta el 3 % del PIB en 2013. Como consecuencia de la crisis de deuda soberana europea, en mayo de 2010 el Gobierno español decidió acelerar el proceso de consolidación, con una anticipación del ajuste a los años 2010 y 2011, aunque manteniendo el objetivo de alcanzar un déficit público del 3 % del PIB en 2013, de modo que la senda de recorte del déficit quedó fijada en el 9,3 % del PIB en 2010 (frente al 9,8 % previsto inicialmente), el 6 % en 2011 (frente al 7,5 % del PIB establecido como objetivo en la APE de enero de 2010) y el 4,4 % en 2012 (frente al 5,3 % anterior).

Los resultados provisionales para 2010 muestran que los objetivos de déficit público se cumplieron, lo que, mirando hacia delante, marca un hito importante para la credibilidad del resto de la senda de consolidación

Los datos provisionales de ejecución presupuestaria del conjunto de las AAPP en 2010 anticipan una mejora de una décima respecto al objetivo del 9,3 % del PIB, que supone una reducción del déficit de casi 2 pp con respecto a 2009 (véase cuadro 5.1). Este resultado se alcanzó a partir de un aumento de 1 pp en la ratio de ingresos sobre PIB y de una caída de la ratio de gasto de ocho décimas. El ajuste se centró en los gastos de capital, que se redujeron 1 pp del PIB, y en los gastos en consumo final (remuneración de asalariados y consumos intermedios), que contribuyeron con 5 décimas. Otras partidas de gasto, como las subvenciones o transferencias corrientes y de capital, se moderaron de forma significativa, pero se mantuvieron por encima de los planes iniciales. En cambio, las prestaciones sociales aumentaron en 7 décimas del PIB, dada la inercia del gasto en pensiones y la elevada persistencia del gasto en prestaciones por desempleo. Por el lado de los ingresos, el fuerte crecimiento observado en la imposición indirecta —en particular, en la recaudación por IVA— compensó la evolución menos dinámica de la imposición directa

Porcentaje del PIB

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1 RECURSOS NO FINANCIEROS	39,4	40,4	41,1	37,1	34,7	35,7
Recursos corrientes	38,6	39,7	40,6	36,9	34,7	35,7
Impuestos sobre producción e importación	12,2	12,3	11,7	9,9	8,7	10,1
Impuestos sobre renta y patrimonio	10,9	11,7	12,9	10,8	9,6	9,4
Cotizaciones sociales	12,9	12,9	13,0	13,2	13,3	13,2
Otros recursos corrientes (a)	2,6	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1
Recursos de capital (b)	0,8	0,7	0,5	0,2	-0,1	0,0
2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (c)	38,4	38,4	39,2	41,3	45,8	45,0
Remuneración de asalariados	10,0	10,0	10,2	10,9	11,9	11,7
Otros gastos de consumo final	7,6	7,6	7,7	8,2	8,8	8,5
Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	11,6	11,5	11,6	12,4	14,5	15,2
Subvenciones	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Intereses (c)	1,8	1,6	1,6	1,6	1,8	1,9
Otras transferencias	1,5	1,6	1,5	1,6	1,9	1,7
Empleos de capital	4,9	5,1	5,4	5,4	5,9	4,9
Formación bruta de capital	3,6	3,7	4,0	3,9	4,4	3,7
Otros empleos de capital (d)	1,4	1,3	1,4	1,5	1,5	1,2
3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (c) (3 = 1 - 2)	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
PRO MEMORIA:						
Consumo final	18,0	18,0	18,4	19,5	21,1	20,8
Saldo primario	2,8	3,7	3,5	-2,6	-9,4	-7,3
Deuda bruta (c)	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1

FUENTE: Banco de España.

a Incluye el excedente bruto de explotación.

b Presenta signo negativo en 2009 debido a que el ajuste por recaudación incierta se incluye con ese signo entre estos recursos.

c Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.

d Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos.

y de las cotizaciones sociales. Por sectores, destaca el mejor resultado en el saldo de la Administración Central en relación con el objetivo marcado, la desaparición del superávit tradicional de la Seguridad Social y el incumplimiento por parte de las Administraciones Territoriales (AATT) de los objetivos fijados.

La deuda pública aumentó notablemente en 2010, hasta el nivel del 60 % del PIB, que sigue siendo muy inferior a la media de la UE

En parte debido a este elevado déficit, la deuda pública aumentó notablemente, desde el 53,3 % del PIB en 2009 hasta el 60,1 % en el año 2010, aunque, dada la favorable situación de partida, quedó muy por debajo de la media de la UE. El incremento de la deuda se debió al elevado déficit público, que se vio compensado en parte por el efecto sobre la ratio de deuda de un crecimiento nominal del PIB positivo (5 décimas del PIB) y por los ajustes déficit-deuda (2 puntos del PIB). La carga de intereses asociada a este nivel de deuda alcanzó un nivel del 1,9 % del PIB en 2010, aumentando algo más de una décima del PIB con respecto a 2009, debido al mayor volumen de deuda en curso, y a pesar de una ligera caída del tipo implícito de financiación. En los próximos años, dada la evolución esperada de la deuda pública y de los tipos de interés, la carga de intereses seguirá aumentando su peso sobre el PIB, provocando que el esfuerzo fiscal necesario para reducir el déficit público sea superior.

Porcentaje del PIB tendencial

Incremento (+) / Reducción (-)	2010	2011
Saldo de las AAPP ajustado por el ciclo	2,8	2,9
Intereses efectivos pagados	0,1	0,3
Saldo primario de las AAPP ajustado por el ciclo	2,9	3,2
DESCOMPOSICIÓN DEL SALDO PRIMARIO AJUSTADO POR EL CICLO:		
Ingresos totales	1,6	0,9
Impuestos y cotizaciones sociales totales	1,6	0,6
Cambios legislativos	1,3	0,7
Progresividad	0,0	0,1
Desacoplamiento de la base impositiva respecto al PIB	-0,1	-0,1
Residuo (efectos no explicados)	0,3	-0,1
Otros ingresos	-0,1	0,2
Gasto primario	-1,4	-2,3
Prestaciones sociales	0,5	-0,1
<i>De las cuales pensiones de jubilación</i>	0,3	0,2
<i>De las cuales prestaciones por desempleo</i>	0,1	-0,1
Subvenciones	0,0	-0,3
Remuneración de asalariados	-0,3	-0,6
Consumos intermedios	-0,3	-0,3
Inversión pública	-0,7	-0,8
Otros gastos	-0,5	-0,3
Pro memoria:		
Saldo de las AAPP (en porcentaje del PIB nominal)	1,9	2,9
Componente cíclico (en porcentaje del PIB nominal)	-0,9	-0,1

FUENTE: Banco de España.

a El saldo fiscal se presenta según la definición del Protocolo de Déficit Excesivo.

El ajuste del déficit público en 2010 fue esencialmente estructural

La mejora estructural de las finanzas públicas más que compensó la contribución negativa del ciclo económico y de la carga de intereses (véase gráfico 2.2). Por una parte, el gasto estructural primario se redujo en algo más de 1 punto del PIB, debido fundamentalmente a la reversión de las medidas de estímulo que afectaron a 2009 (véase cuadro 5.2); por otra parte, las subidas de impuestos y la reversión de medidas temporales por el lado de los ingresos contribuyeron con 2 puntos del PIB. A pesar de la mejora señalada, el déficit público estructural continuó siendo elevado en 2010, de alrededor del 8 % del PIB.

Los resultados presupuestarios relativos a 2010 muestran que los principales riesgos de desviaciones a futuro se encuentran asociados, en primer lugar, al comportamiento de las AATT...

Los resultados presupuestarios relativos a 2010 muestran que los principales riesgos respecto al futuro se encuentran asociados, en primer lugar, al comportamiento de las AATT. En relación con este aspecto, en 2010 se adoptó una medida cuyo cumplimiento estricto resulta crucial de cara a mantener un comportamiento fiscal disciplinado por parte de las AATT, en particular las CCAA. En efecto, el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) aprobó los criterios que deberá seguir el Ministerio de Economía y Hacienda para autorizar operaciones de endeudamiento a las CCAA en el período 2010-2013. Este marco establece dos reglas generales: el endeudamiento de las CCAA deberá ajustarse a la senda de reducción del déficit y no se autorizará ninguna operación que incremente el nivel de endeudamiento de una Comunidad Autónoma hasta que el CPFF no haya informado favora-

blemente de su plan de reequilibrio. La aplicación de estos criterios se efectuó por primera vez en noviembre de 2010 y afectó a dos CCAA, Murcia y Castilla-La Mancha, que tuvieron que plantear el preceptivo plan de ajuste. En esta línea, en 2010 se aprobó que solo podrán recurrir al crédito público o privado a largo plazo en el ejercicio 2011 aquellas Corporaciones Locales cuya deuda no supere el 75 % de sus ingresos, y siempre que se utilice para inversiones ya en curso, o bien para proyectos cofinanciados. Por otro lado, en diciembre de 2010 se publicaron por primera vez datos homogéneos de las CCAA relativos a la ejecución presupuestaria del trimestre anterior, práctica que ha continuado a comienzos de 2011 y que se mantendrá con frecuencia trimestral, lo que supone un importante avance en términos de transparencia.

... y, en segundo lugar, a la inercia observada en determinadas partidas de gasto

La magnitud, naturaleza y composición del recorte del gasto necesario para alcanzar los objetivos marcados plantean incertidumbres sobre su cumplimiento. Por una parte, una proporción importante del gasto público en España se encuentra asociado a partidas que han mostrado tradicionalmente una inercia al alza significativa, tales como el gasto en educación, sanidad y pensiones. Por otra parte, el gasto en prestaciones por desempleo, en un contexto de tasas de paro muy altas, supuso 3 puntos del PIB en 2010, el más elevado del área del euro. Las medidas de ahorro planteadas deben ser concretas y venir acompañadas, necesariamente, por consideraciones de eficiencia en la prestación de los servicios, y por una profundización en las reformas estructurales, tales como la reciente reforma de las pensiones (véase recuadro 2.3).

La reciente actualización del Programa de Estabilidad marca una senda adecuada de consolidación, que deberá cumplirse estrictamente

El Gobierno presentó el pasado 28 de abril de 2011 una nueva actualización del Programa de Estabilidad (APE), que comprende el período 2011-2014. La APE confirma la senda de consolidación presupuestaria hasta 2013 aprobada en mayo de 2010, que, de cumplirse, permitiría cumplir los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo Europeo. Así, el déficit del conjunto de las AAPP se situaría en el 3 % del PIB en 2013 y la ratio de deuda pública sobre PIB se estabilizaría ligeramente por debajo del 70 % del PIB en 2012-2013, desde el 60,1 % observado en 2010. Asimismo, la APE presenta el objetivo de déficit para 2014, que se cifra en el 2,1 %, año para el que se proyecta una reducción de la deuda pública, hasta el 68,9 % del PIB. De cumplirse estos objetivos, se validaría la estrategia planteada en mayo de 2010 de anticipar a 2010 y 2011 un 70 % del ajuste estructural de todo el período 2009-2013. Además, desde el punto de vista de la calidad de las finanzas públicas, el ajuste total a realizar en el período 2009-2013 descansa en un 65 % en la reducción del gasto, y en particular en un 35 % en el ajuste del consumo público (un 21 % del total en la reducción de la remuneración de asalariados). No obstante, la APE de abril de 2011 se basa en un escenario macroeconómico que comporta crecimientos del PIB relativamente elevados, que, de no confirmarse, complicaría el cumplimiento de las proyecciones fiscales. En este sentido, la APE incluye un compromiso de que los objetivos fijados de reducción del déficit público deberán cumplirse, incluso en el caso de un escenario macroeconómico menos favorable que el planteado.

2.2 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

En 2010 se retiraron algunas políticas de demanda introducidas durante la crisis...

El año 2010 se caracterizó, por tanto, por la retirada gradual de algunas de las políticas encaminadas a sostener en el corto plazo el nivel de demanda que se habían introducido durante la crisis. No obstante, se mantuvieron los recursos destinados a financiar la inversión productiva y el circulante de pymes y autónomos, a través de distintas líneas del ICO. Se aprobó, además, un nuevo programa de financiación a precios de mercado por parte del ICO, en vigor desde el 15 de junio de 2010 hasta el 31 de diciembre de 2011, cuya principal novedad es la concesión de préstamos directos a autónomos y a pymes, asumiendo dicha entidad el riesgo de crédito de esas operaciones. Este programa ha aproba-

do en torno a 8.000 solicitudes desde su puesta en marcha hasta marzo de 2011, por un importe medio de 40.000 euros.

... y se introdujeron algunas reformas estructurales, entre las que destaca la del mercado de trabajo, con el objetivo de reducir la dualidad y la rigidez salarial

Además, se introdujeron algunas reformas estructurales, entre las que cabe destacar la reforma del mercado de trabajo. Esta reforma, que fue aprobada por procedimiento de urgencia en junio y ratificada por el Parlamento en septiembre, tiene entre sus objetivos la reducción de la dualidad y de la rigidez salarial, dos de los principales problemas estructurales del mercado de trabajo español. Las principales novedades que incluye esta Ley son, en primer lugar, la mejora de las posibilidades efectivas de descuelgue salarial, de forma que, tras la reforma, este se permite con el acuerdo entre empresa y trabajadores, independientemente de lo pactado en el convenio de ámbito superior. En segundo lugar, se intenta incentivar la contratación indefinida, mediante el incremento de las posibilidades de acogerse al despido objetivo a través de la redefinición de las causas económicas (que ahora incluyen una situación negativa de la empresa, actual o prevista) y la ampliación sustancial del colectivo que puede acogerse a un contrato de fomento (con menores costes de despido). Asimismo, se introducen nuevos límites a la contratación temporal, limitándose la duración máxima de los contratos de obra a dos años ampliables a tres por convenio e incrementándose los costes de extinción de los contratos temporales, hasta llegar a 12 días por año trabajado en 2015. Por otra parte, se permite que las agencias privadas de colocación actúen en el proceso de intermediación laboral en colaboración con los Servicios Públicos de Empleo, lo que debería facilitar el proceso de emparejamiento entre ofertas de empleo y demandantes de trabajo. Finalmente, se amplían las posibilidades de acudir a los ERE de suspensión y reducción de jornada con el objetivo de suavizar los ajustes en el empleo.

La evidencia sobre el impacto de la reforma es todavía limitada

Aún es pronto para valorar en qué medida se están cumpliendo los objetivos previstos en la citada Ley, dado el poco tiempo transcurrido desde su aprobación y la dificultad para desentrañar su influencia en otros desarrollos de los últimos meses relacionados con la propia evolución cíclica. Las mayores posibilidades de descuelgue salarial deberían traducirse en incrementos más moderados de los salarios negociados, pero esto, como se comentará más adelante, no se está observando en los primeros meses de 2011. Por otro lado, a finales de 2010 se detectó un aumento en la contratación mediante la figura del contrato de fomento, en línea con lo esperado, si bien el total de contratos indefinidos apenas ha aumentado (véase cuadro 5.3). Finalmente, se ha observado un repunte de los ERE de reducción de jornada en el segundo semestre de 2010, de acuerdo con los nuevos incentivos que proporciona la reforma, y también existe cierta evidencia de un aumento en el porcentaje de despidos por causas objetivas.

Esta reforma fue complementada por desarrollos posteriores que combinan incentivos a la contratación a corto plazo con modificaciones en las políticas activas

Con posterioridad a la aprobación de esta Ley, se introdujeron algunas medidas adicionales en relación con el mercado de trabajo. Entre otras, se fomenta el uso del contrato a tiempo parcial para determinados colectivos y se planea el diseño de itinerarios individualizados de mejora de empleabilidad para los colectivos más afectados por la crisis.

En cuanto al resto de políticas, destaca, entre otras, a eliminación de la deducción de vivienda para rentas superiores a un determinado umbral, la aprobación de la Ley de comercio minorista...

En cuanto al resto de reformas, destacan, en primer lugar, las medidas aprobadas con el objetivo de igualar fiscalmente la compra y el alquiler de vivienda, a través de la eliminación de la deducción por compra de vivienda para las rentas por encima de un determinado umbral y la equiparación de las deducciones por compra y alquiler para el resto a partir del 1 de enero de 2011. Esta reforma supone un avance significativo en la neutralidad impositiva entre los dos tipos de tenencia de vivienda, especialmente necesaria en el

	CONTRATACIÓN INDEFINIDA Y A TIEMPO PARCIAL (a)				EXPEDIENTES DE REGULACIÓN DE EMPLEO POR REDUCCIÓN DE JORNADA (c)		DESPIDO OBJETIVO (d)
	Total (a)	Fomento (a)	Ratio temporalidad (b)	Ratio parcialidad (b)	Número de trabajadores	Pesos	
2000	8,7	–	32,2	8,0	1.282	2,1	
2001	9,3	–	32,2	8,1	771	0,6	18,2
2002	9,0	4,7	31,8	8,3	1.268	1,8	18,1
2003	8,7	4,4	31,8	8,4	2.008	2,4	14,0
2004	8,7	3,9	32,5	9,1	525	0,9	11,6
2005	9,0	1,7	33,3	12,3	850	1,2	10,6
2006	11,8	3,9	34,0	12,1	157	0,3	8,9
2007	11,9	4,6	31,7	12,1	226	0,4	7,7
2008	11,5	3,5	29,3	12,3	2.675	1,8	10,6
2009	9,4	1,6	25,4	13,3	20.591	3,7	15,2
2010	8,5	1,9	24,9	14,0	38.136	12,7	18,3
2009							
I TRIMESTRE	11,1	1,8	25,4	13,2	4.843	2,6	15,3
II TRIMESTRE	9,6	1,7	25,2	13,5	6.948	4,8	15,4
III TRIMESTRE	8,3	1,5	25,9	12,8	5.640	5,2	14,8
IV TRIMESTRE	8,6	1,5	25,1	13,9	3.160	2,8	15,1
2010							
I TRIMESTRE	9,6	1,6	24,4	14,0	3.304	4,2	16,3
II TRIMESTRE	8,7	1,5	24,9	14,2	2.517	3,7	17,1
III TRIMESTRE	7,5	1,7	25,6	13,4	10.096	18,0	18,7
IV TRIMESTRE	8,4	2,7	24,8	14,2	22.219	22,8	21,6
2011							
I TRIMESTRE (e)	9,4	2,0	24,8	14,8	9.930	22,4	24,1

FUENTES: Ministerio de Trabajo e Inmigración e Instituto Nacional de Estadística.

- a Peso del tipo de contratación sobre el total de contratos.
b Ratio sobre asalariados EPA.
c Número de trabajadores afectados por un expediente de regulación de empleo de reducción de jornada y peso de este colectivo en el conjunto de trabajadores afectados por cualquier tipo de expediente de regulación de empleo.
d Porcentaje de las altas iniciales de beneficiarios de prestaciones contributivas como consecuencia de un despido objetivo sobre el conjunto de altas derivadas de un cese por despido o de un expediente de regulación de empleo de extinción de contrato.
e El primer trimestre de 2011 corresponde solo los meses de enero y febrero en el caso de los despidos objetivos.

caso español dado el reducido peso del alquiler de vivienda y sus efectos perversos sobre la movilidad de los trabajadores, entre otros aspectos.

Adicionalmente, se modificó la Ley de morosidad¹ con el objetivo de limitar el poder de las Administraciones Públicas y de las grandes empresas a la hora de establecer las condiciones de pago, que durante la crisis habría tenido una especial incidencia negativa sobre la liquidez de pymes y autónomos. Por otra parte, durante 2010 continuó el proceso de transposición de la Directiva de Servicios, aprobándose la Ley de Reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista, que reduce las cargas administrativas para la creación de establecimientos comerciales, si bien las CCAA han mantenido la mayoría de las licencias autonómicas para la apertura de grandes superficies.

¹ Ley 15/2010, de 5 de julio de 2010, de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

... así como la aprobación de la Ley de economía sostenible, que incluye, entre otras medidas, una simplificación de los trámites administrativos para la puesta en marcha de la actividad empresarial y la mejora del entorno regulatorio

En febrero de 2011 se aprobó la Ley de economía sostenible (LES), que incluye, entre otras, un conjunto de medidas con el objetivo de disminuir el tiempo necesario para la puesta en marcha de un negocio ya constituido. Dado que la parte más onerosa, en términos de tiempo y dinero, del proceso de creación de una empresa radica precisamente en la puesta en marcha de un negocio, la implementación de las medidas que comporta la LES podría simplificar de manera importante este proceso.

Respecto al entorno regulatorio, la LES establece unos principios de buena regulación, para cuya aplicación incorpora la necesidad de realizar un análisis previo del impacto normativo de toda iniciativa, así como un análisis a posteriori para comprobar el cumplimiento de los objetivos de la regulación. Además, se propone la modificación de la estructura orgánica de la Comisión Nacional de la Energía (CNE), Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) y Comisión Nacional del Sector Postal (CNSP), con la reducción del número de miembros del Consejo de cada organismo, la fijación de un mandato de 6 años no renovables, la prohibición de la asistencia de miembros del Gobierno o altos cargos de la Administración a las reuniones de los consejos de estos organismos y el establecimiento de que los actos de los organismos reguladores terminarán la vía administrativa. En conjunto, estos cambios podrían dotar a los organismos reguladores de una mayor independencia. Por otro lado, entre las medidas de reforma del mercado financiero y en línea con los acuerdos internacionales de incremento de la transparencia y mejora del gobierno corporativo, la LES modifica la Ley del Mercado de Valores para que las sociedades cotizadas pongan a disposición de los accionistas un informe sobre remuneraciones que será aprobado en la Junta General.

Por último, destacan la aprobación de medidas para moderar el incremento del déficit tarifario y el impulso a un programa de privatizaciones

En cuanto al sector energético, a finales de año se adoptaron medidas para contener la creación de futuros déficits tarifarios y durante el ejercicio se constituyó el Fondo de Amortización de la Deuda Eléctrica (FADE), cuyo objeto es proporcionar liquidez a las empresas eléctricas a través de la titulación de la deuda acumulada derivada del déficit de tarifa. Adicionalmente, se aprobó la reducción de las bonificaciones a las energías renovables². Finalmente, en el contexto del proceso de consolidación fiscal se anunció un programa de privatizaciones parciales, que afectarían tanto a la gestión de los aeropuertos como de las loterías.

3 La demanda

El ajuste de la demanda nacional, que en 2009 había sido muy intenso, se prolongó en 2010, aunque a un ritmo más atenuado, del -1,1 % (véase cuadro 5.4). Esta ralentización del descenso del gasto de los agentes domésticos fue el resultado de las trayectorias contrapuestas de sus componentes público y privado.

3.1 LA DEMANDA NACIONAL

El ajuste de la demanda nacional se prolongó en 2010 a un ritmo más atenuado que en 2009

El consumo privado experimentó una evolución irregular a lo largo del año por la anticipación de gasto que originó la subida del IVA en julio de 2010

El consumo privado, que creció un 1,2 %, experimentó una evolución irregular a lo largo de 2010, puesto que algunos factores transitorios —entre los que destaca la subida de los tipos del IVA, el 1 de julio— impulsaron un desplazamiento temporal de las decisiones de gasto, que tendieron a concentrarse en la primera mitad del año (véase gráfico 5.3). Este fenómeno afectó especialmente a la adquisición de bienes duraderos, cuyo patrón temporal se vio influido, además, por la prórroga en el primer semestre del plan de ayudas a la compra de automóviles. En el conjunto del ejercicio, las compras de coches mostraron una caída, aunque el consumo de bienes duraderos experimentó un crecimiento moderado.

² A las instalaciones fotovoltaicas se les han reducido tanto las cuantías de las primas como las horas con derecho a prima.

	% DEL PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DEMANDA NACIONAL	103,1	102,2	5,1	5,2	4,1	-0,6	-6,0	-1,1
HOGARES E ISFLSH:								
Gasto en consumo final	59,7	58,4	4,2	3,8	3,7	-0,6	-4,2	1,2
Consumo duradero	6,3	3,7	5,5	3,8	3,3	-14,6	-10,9	3,8
Consumo no duradero	53,4	54,7	4,1	3,8	3,7	0,7	-3,7	1,1
Vivienda	6,1	4,7	6,1	6,2	2,5	-10,7	-24,5	-16,8
EMPRESAS:								
Inversión productiva privada (c)	16,6	14,1	7,4	7,7	3,8	-2,4	-18,2	-0,6
Construcción	4,8	5,4	5,7	4,8	-0,6	1,2	-7,7	1,6
Equipo	7,3	4,8	9,1	10,5	10,2	-4,0	-29,2	3,7
Otros productos (d)	4,4	3,9	7,1	7,5	0,8	-4,1	-16,2	-8,2
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:								
Gasto en consumo final	17,2	20,9	5,5	4,6	5,5	5,8	3,2	-0,7
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,7	7,8	7,5	13,1	-1,5	11,2	-17,3
Construcción	2,3	2,7	7,3	8,1	13,7	-4,4	14,6	-21,0
Equipo	0,8	1,0	9,3	6,0	11,3	7,5	1,8	-6,2
PRO MEMORIA:								
Formación bruta de capital fijo	25,8	22,6	7,0	7,2	4,5	-4,8	-16,0	-7,6
Equipo	8,1	5,9	9,2	9,9	10,4	-2,5	-24,8	1,8
Maquinaria	5,7	4,3	6,9	10,3	11,7	0,4	-23,1	2,1
Transporte	2,4	1,6	14,0	9,1	7,6	-8,9	-28,9	0,9
Construcción	13,3	12,8	6,1	6,0	3,2	-5,9	-11,9	-11,1
Viviendas	6,1	4,7	6,1	6,2	2,5	-10,7	-24,5	-16,8
Otras construcciones	7,2	8,1	6,2	5,8	4,0	-0,8	-0,1	-7,2
Otros productos (d)	4,4	3,9	7,1	7,5	0,8	-4,1	-16,2	-8,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Contabilidad Nacional base 2000, precios corrientes.

b Contabilidad Nacional base 2000, tasas de variación de índices de volumen.

c Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

d Esta inversión incluye servicios inmobiliarios, jurídicos, de contabilidad, de consultoría técnica y de *software*, entre otros.

Las rentas de los hogares experimentaron un retroceso...

La renta disponible de los hogares se redujo un 4,4 % en términos reales, una caída no observada en las últimas décadas (véase gráfico 5.4). Este retroceso, que contrasta con el aumento del 1,6 % del año anterior, se explica por la confluencia de diversos factores. En primer lugar, el cambio de tono de la política fiscal moderó la aportación de las AAPP a la renta de los hogares, mientras que el impulso que proporcionaron en 2009 los ingresos netos por intereses revirtió en 2010, detrayendo renta de las familias, al disminuir en mayor proporción los intereses recibidos que los pagados. Además, las rentas salariales volvieron a descender, pues la menor intensidad de la destrucción de empleo se vio contrarrestada por la mayor moderación salarial en el sector privado y el recorte de los salarios de los empleados públicos. Finalmente, el descenso de la renta nominal, que cayó un 1,1 %, se vio engrosado por la pérdida de poder adquisitivo derivada del aumento de la inflación.

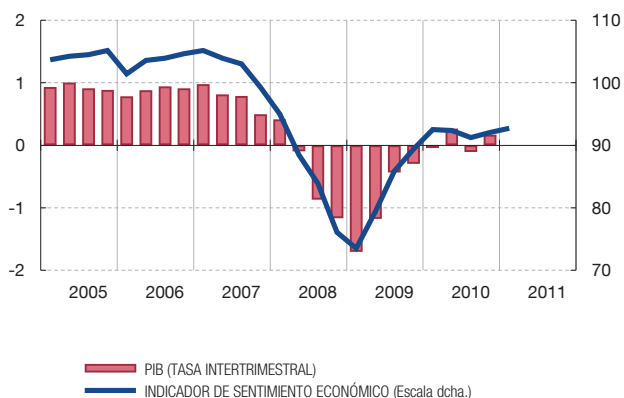
... lo que llevó a las familias a suavizar su consumo con cargo a su ahorro

A pesar del retroceso de la renta real, el consumo repuntó modestamente, lo que, en el contexto descrito de deterioro de la renta, provocó una fuerte caída de la tasa de ahorro de los hogares, que, al cierre de 2010, se situó en el 13,1 %, nivel que es casi 5 pp inferior al máximo alcanzado en 2009, aunque está aún algo por encima de su promedio histórico.

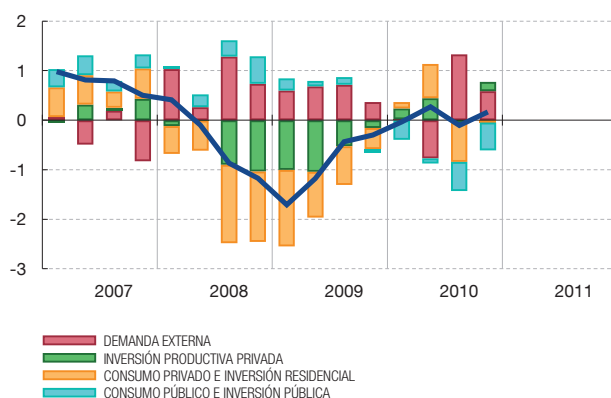
PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 5.3

PIB E INDICADOR DE CONFIANZA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



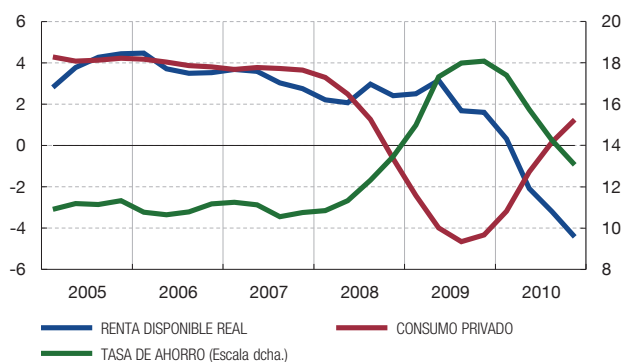
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Contabilidad Nacional base 2000. Tasas de variación sobre series ajustadas de estacionalidad de índices en volumen.

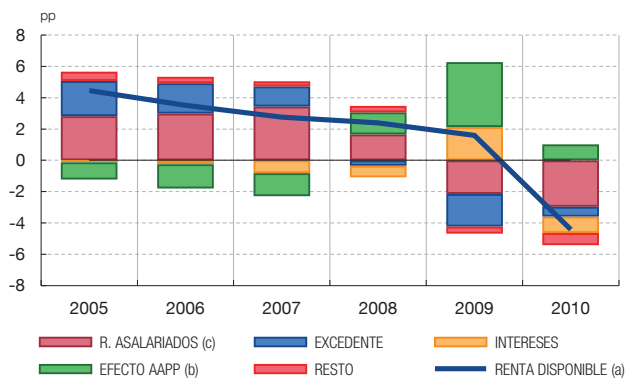
CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES

GRÁFICO 5.4

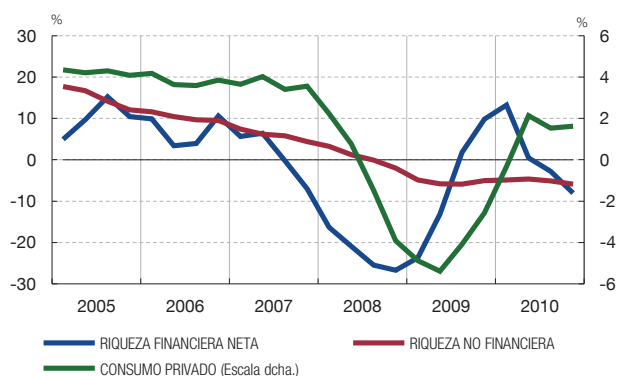
RENTA, CONSUMO Y TASA DE AHORRO (a)
(Acumulado de cuatro trimestres)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO REAL DE LA RENTA DISPONIBLE



RIQUEZA DE LAS FAMILIAS Y CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea y Eurostat.

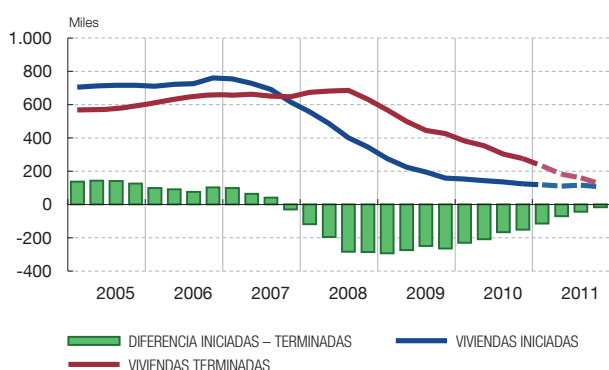
a Tasa interanual.

b Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.

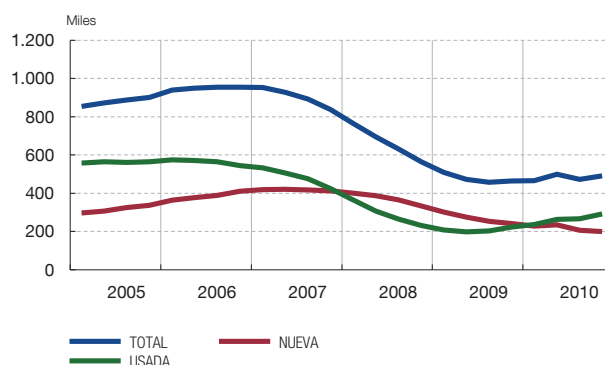
c Remuneración de asalariados, en términos brutos.

d Saldo entre el porcentaje de individuos que consideran que la situación mejora y los que consideran que empeora.

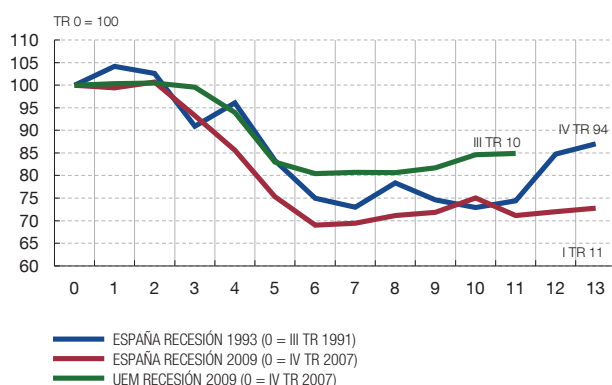
OFERTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO CUATRO TRIMESTRES)



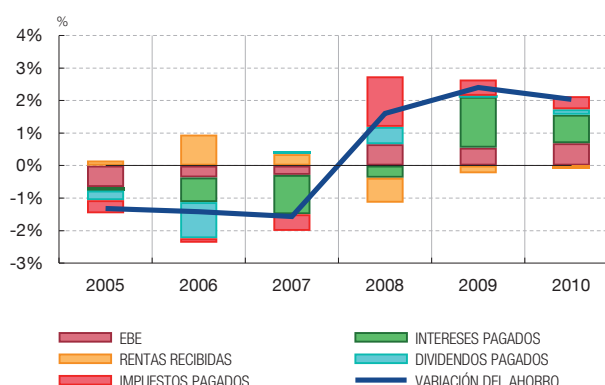
COMPRAVENTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO CUATRO TRIMESTRES)



INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO: AJUSTE DESDE EL INICIO DE LA RECESIÓN TR 0: máximo del ciclo en tasa intertrimestral



VARIACIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Porcentaje del PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

Esta evolución parece obedecer al deseo de las familias de suavizar su patrón de consumo, reduciendo la elevada tasa de ahorro alcanzada en 2008 y 2009. Este papel amortiguador del ahorro ha venido respaldado por una cierta estabilización de la confianza de los consumidores, en parte influida por la moderación del ritmo de deterioro del mercado laboral, si bien la incertidumbre siguió siendo elevada y la confianza se mostró sensible a diversos acontecimientos, como las tensiones en los mercados de deuda soberana o, ya en 2011, el alza de los precios del petróleo o de los tipos de interés. En este sentido, en un contexto en el que prosiguen los descensos de renta real, el avance del consumo en 2011 será escaso, lo que no impedirá, al menos a corto plazo, que la tasa de ahorro registre un descenso adicional, hasta que las rentas den muestras de una cierta recuperación.

La inversión residencial continuó reduciéndose por el bajo nivel de iniciación de nuevos proyectos y el stock de viviendas sin vender se mantiene muy elevado

A lo largo del pasado año, la inversión residencial siguió mostrando una gran debilidad, como consecuencia de la gradual estabilización de la iniciación de viviendas en niveles muy reducidos, mientras que continuaron terminándose un número más elevado de ellas (véase gráfico 5.5). Esta evolución determinó un nuevo retroceso en el volumen de obra en ejecución, cuya tasa de variación se situó en torno al -17%. El desarrollo de nuevos proyectos residenciales continuó frenado en 2010 por la atonía de la demanda y por la presencia de un significativo volumen de viviendas sin vender, que llevó a que el número de viviendas iniciadas se situara en el entorno de las 125.000 unidades, lo que representa aproximadamente una sexta parte de las comenzadas apenas tres años antes. No obstante, la trayectoria de aproximación observada durante los últimos trimestres entre el número de viviendas iniciadas y termi-

nadas apunta hacia una estabilización del ritmo de construcción de viviendas y, por tanto, de la inversión residencial hacia finales del presente ejercicio.

En 2010, algunos factores transitorios contribuyeron a sostener la demanda de viviendas

Durante 2010 se interrumpió el ciclo de contracciones sucesivas de la compraventa de viviendas que se había iniciado en 2007, al registrar una variación interanual positiva, en torno al 6 %, con 490.000 viviendas vendidas. No obstante, esta cantidad representa poco más del 50 % de las transacciones de vivienda registradas en el máximo, que tuvo lugar en 2006. Además, el tímido avance observado durante el pasado año en las cifras de transmisiones obedece, en parte, al adelantamiento de decisiones de compra inducido por elementos transitorios de índole fiscal, tales como el incremento de la imposición indirecta en julio de 2010 y la eliminación parcial en enero de 2011 de las deducciones fiscales por compra de vivienda habitual. Simultáneamente, otros factores de carácter más permanente habrían ejercido influencias dispares. Por un lado, las decisiones de compra se vieron impulsadas por la mejora de los indicadores de accesibilidad asociada a los descensos en los precios de los activos residenciales y al escenario de bajos tipos de interés que predominó en la media del año. Por otro lado, la debilidad en la evolución de las rentas de los hogares y el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos con finalidad hipotecaria habrían influido negativamente en el volumen de transacciones materializadas. Se estima que las viviendas iniciadas en la actualidad se encuentran ya por debajo de la demanda de nueva vivienda, de modo que el *stock* de viviendas sin vender se irá reabsorbiendo paulatinamente, si bien cabe esperar que la inversión residencial mantenga una marcada atonía durante algunos años, lo que también afectaría a los precios. A este respecto, el recuadro 5.1 realiza una comparación internacional del ajuste de los precios de la vivienda en la crisis.

La inversión empresarial continuó la ligera recuperación iniciada a finales de 2009, favorecida por las ventas al exterior

La inversión privada no residencial prolongó la trayectoria de suave dinamización iniciada a finales de 2009, llegando a mostrar tasas interanuales positivas en el segundo semestre de 2010, si bien en el conjunto del año registró un modesto retroceso del 0,6 %. Esta mejora gradual se produjo gracias al favorable comportamiento de la demanda exterior y al avance de la confianza en la industria. Asimismo, el coste de la financiación bancaria disminuyó en media anual y, aunque el resto de las condiciones de concesión de crédito siguieron siendo restrictivas, no experimentaron un empeoramiento adicional con respecto a 2009. Por último, la situación financiera de las empresas mejoró en 2010, con una ligera corrección de la ratio de endeudamiento y un incremento de la rentabilidad, dando lugar a una reducción de la presión financiera sobre la inversión (véase gráfico 6.6). En el año en curso se espera que la paulatina mejoría de la demanda interna y la continuación del comportamiento favorable de las ventas al exterior impulsen el dinamismo de la inversión empresarial, a pesar del previsible incremento del coste de financiación.

El gasto en bienes de equipo registró una tasa de variación positiva en 2010, aunque su recuperación está siendo moderada en comparación con otros episodios similares y con la UEM

Por productos se registró un comportamiento muy diferenciado. En particular, el equipo se expandió moderadamente, en parte porque, tras el fuerte retroceso de 2009, se incrementó la demanda de reposición. En conjunto, el ajuste de la inversión en equipo durante la crisis ha sido más severo que en el área del euro, y la fase inicial de recuperación cíclica se perfila con menor intensidad que en otros episodios similares (véase gráfico 5.5).

El incremento del ahorro y la caída de la inversión empresarial permitieron que las sociedades tuvieran capacidad de financiación

En un marco en el que el acceso a la financiación externa (crediticia y a través de valores) se mantuvo muy restringido, la generación de recursos internos permitió el sostenimiento de la inversión productiva privada, además de cierto desapalancamiento. En 2010 continuó la trayectoria de expansión del ahorro empresarial, apoyada en la recuperación del excedente bruto de explotación y en la reducción de la carga de intereses. Este aumento

Desde 2007, un grupo de países avanzados —entre ellos, España— están sufriendo un severo ajuste en sus mercados inmobiliarios. Previamente, durante la fase expansiva, en muchas de estas economías se observó un elevado crecimiento del precio de la vivienda y un notable dinamismo de la inversión residencial, hasta alcanzar niveles que resultaban difícilmente sostenibles, tanto desde la perspectiva de recursos productivos y financieros orientados a la actividad inmobiliaria como de la valoración de los activos. Entre 1997 y 2007, el precio medio de la vivienda, en términos reales, aumentó un 115 % en España, al tiempo que en Irlanda se incrementó casi un 160 %, en el Reino Unido un 140 % y en Estados Unidos en torno al 80 %; en Francia el aumento fue del 50 %, por encima del promedio de la zona del euro, que fue de un 40 % (véase gráfico 1). En la fase actual de ajuste se están corrigiendo los excesos acumulados previamente, con diferencias en la magnitud y el patrón de ajuste (de precios y cantidades) por países.

En el caso de España, la fase alcista del ciclo de la vivienda estuvo vinculada con fuertes presiones por el lado de la demanda, que, aunque estaban sustentadas, en parte, por la evolución de algunas variables fundamentales y se encontraron con una respuesta muy dinámica de la producción de viviendas, generaron una fuerte presión sobre el valor de los activos residenciales. Los elementos demográficos (población y tamaño del hogar) determinaron un elevado crecimiento de la demanda de viviendas, que también se vio impulsada por la reducción de los tipos de interés reales asociada al cambio de régimen que suponía la pertenencia al proyecto de la Unión Monetaria. Al ser la vivienda un activo de larga duración, su demanda y su precio son muy sensibles a descensos permanentes en los tipos de interés, sobre todo cuando, además, se dan condiciones propicias al aumento del crédito y del endeudamiento, como ocurrió en España. Aunque otros países pudieron compartir la naturaleza de algunos de estos factores, su impacto fue heterogéneo y tuvo una intensidad desigual. Así, por ejemplo, mientras que el endeudamiento de las familias en España aumentó hasta representar en 2007 aproximadamente el 130 % de su RBD, en Irlanda esa ratio alcanzó un nivel superior, hasta el 200 %. En otras economías, como Francia y, sobre todo, Estados Unidos y el Reino Unido, los cambios en esas variables de demanda fueron menos significativos.

La trayectoria alcista en el precio de la vivienda determinó un fuerte impulso de la actividad en un gran número de economías. A comienzos de 2007, el momento álgido del ciclo, la producción de viviendas nuevas mostraba niveles máximos en muchos mercados. El fuerte crecimiento en el volumen de viviendas iniciadas y, por ende, en la construcción tuvo su reflejo en las magnitudes de Contabilidad Nacional, de modo que el peso de la inversión en vivienda sobre el PIB mostró una trayectoria creciente en estas áreas, alcanzando en Irlanda y España cotas particularmente elevadas en 2006, hasta el 14 % y el 9 %, respectivamente (véase gráfico 2). En ocasiones, la presión de la demanda sobre los activos reales no se limitó a la vivienda, sino que también se trasladó hacia los activos inmobiliarios no residenciales (centros comerciales, oficinas, etc.), impulsando la exuberancia de la inversión en

este segmento del mercado, mediante el desarrollo desproporcionado de nuevos proyectos, e induciendo unas trayectorias en los precios de estos activos, que a la postre se revelaron insostenibles, siendo especialmente paradigmática, en esta circunstancia, la situación del mercado inmobiliario irlandés.

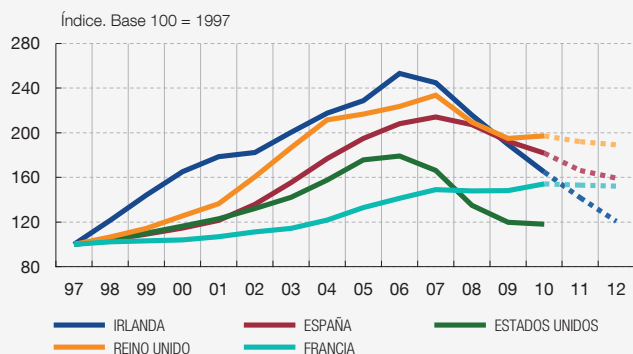
Aunque los fundamentos macroeconómicos existentes en la fase de expansión podían justificar una senda ascendente en los precios de la vivienda y la inversión residencial, también existe un consenso de que los incrementos observados podían contener un componente no despreciable de sobre-reacción. Así, en relación con los precios, de acuerdo con el análisis elaborado por el Fondo Monetario Internacional, el mercado residencial en España presentaba a finales de 2007 un nivel de los precios en términos reales que superaba en un 17 % al justificado por sus determinantes, si bien debe señalarse que la magnitud estimada para otras economías era superior (en Irlanda, Reino Unido y Francia, la sobrevaloración alcanzaba el 32 %, el 28 % y el 22 %, respectivamente) (véase gráfico 3).

Aunque la situación del sobredimensionamiento en los mercados de la vivienda de estos países era patente a comienzos de 2007, el desarrollo de la crisis financiera internacional agudizó los elementos de fragilidad, dando lugar a unas trayectorias de ajuste muy acusadas. En el caso irlandés, el hecho de que la expansión observada tanto en los precios de la vivienda como en la inversión residencial durante la fase de auge fuera la más intensa apuntaba a que la corrección en este país podría ser superior a la de otras economías. Así, de acuerdo con la información proporcionada por la Contabilidad Nacional, el descenso acumulado desde máximos en la inversión residencial hasta la fecha se situaría próximo al 70 % en Irlanda, al tiempo que la caída en otros mercados revestiría menor intensidad (un 57 % en Estados Unidos y un 43 % en España, mientras que en el Reino Unido el descenso ha sido aproximadamente del 20 %).

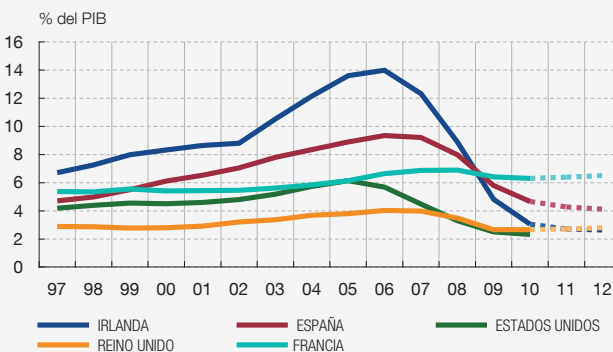
El ajuste de los precios de la vivienda también ha sido más intenso en Irlanda, con un descenso acumulado del 35 % en términos reales, similar al observado para Estados Unidos. Sin embargo, conviene puntualizar que, en el caso del mercado norteamericano, el ajuste se agotó en 2009 y que los precios se mantienen relativamente estables desde entonces. Por el contrario, en Irlanda la trayectoria descendente en los precios se ha prolongado hasta el momento actual. En Reino Unido, el ajuste real de los precios de la vivienda ha sido menos pronunciado, totalizando un descenso próximo al 17 %. Para 2011 y 2012 se prevén descensos adicionales de los precios en Irlanda y, más modestos, en el Reino Unido.

En el caso de España, los precios de la vivienda, de acuerdo con la información del Ministerio de Fomento, acumulan un descenso en términos reales del 20 % desde 2007 hasta el primer trimestre de 2011 (-15 % en términos nominales), ligeramente más pronunciado que el observado en el Reino Unido. Además de la diferente evolución de los fundamentos antes comentada, que justificaría una corrección distinta en cada caso, algunos rasgos del mercado hipotecario español, donde los deudores responden con todo

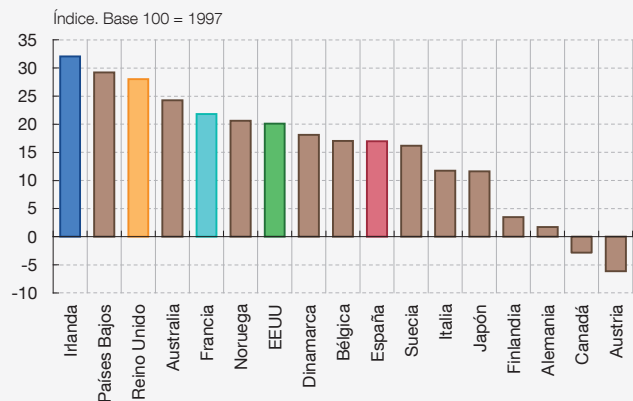
1 PRECIO DE LA VIVIENDA (TÉRMINOS REALES) (a)



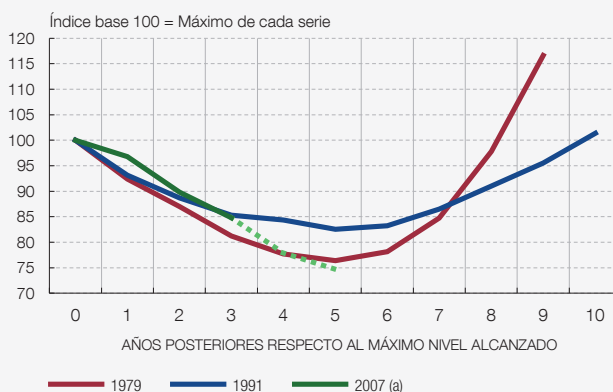
2 INVERSIÓN EN VIVIENDA



3 ESTIMACIÓN DE LA SOBREVALORACIÓN DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA EN 2007 SEGÚN EL FMI (b)



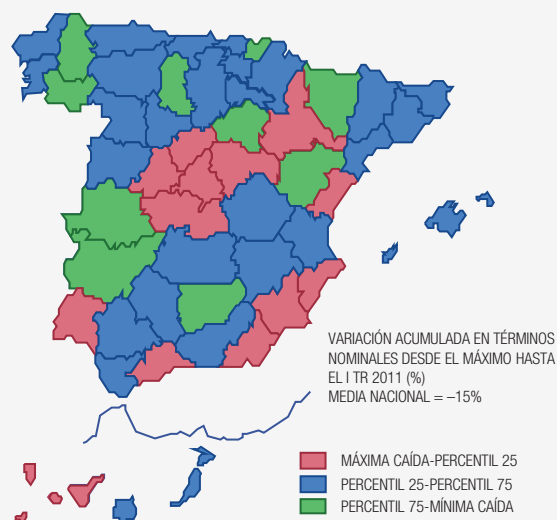
4 COMPARACIÓN DEL CICLO ACTUAL Y ANTERIORES EN EL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA



5 INDICADOR DE ESFUERZO PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA EN ESPAÑA (c)



6 DESGLOSE PROVINCIAL DEL AJUSTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento, AMECO, Datastream, FMI y Banco de España.

- a Las previsiones para 2011 y 2012 proceden del escenario central de EBA (marzo de 2011).
- b World Economic Outlook (octubre de 2007 y abril de 2008). Para Estados Unidos, el cálculo corresponde a 2006.
- c Esfuerzo teórico anual sin deducciones.

su patrimonio de las deudas contraídas, frente a otros países, como Estados Unidos, donde la responsabilidad se limita, en algunos casos, a la vivienda hipotecada, introducen un elemento de soporte en el ajuste de los precios en España. Esa característica se refleja, además, en una ratio de morosidad de los préstamos hipotecarios relativamente pequeña en España en comparación con otros países.

Es también importante destacar que el ajuste medio de los precios de la vivienda en España esconde diferencias significativas en función de las características particulares de cada vivienda (localización geográfica o dentro de las ciudades, antigüedad, si se trata de viviendas principales o secundarias, etc.). Así, el área que engloba a las provincias del arco mediterráneo y las próximas a la Comunidad de Madrid ha registrado un descenso promedio de los

precios 5 pp más pronunciado que el agregado nacional, mientras que en otras zonas, en cambio, los recortes han sido muy pequeños e incluso nulos (véase gráfico 6). Asimismo, es preciso destacar que el ajuste real acumulado de los precios de la vivienda en España en el actual ciclo es similar, hasta el momento, al que tuvo lugar durante la fase de corrección de comienzos de los años noventa, si bien podría esperarse una continuación de recortes moderados en el horizonte próximo como consecuencia del importante saldo de viviendas en venta y del previsible aumento del coste de financiación hipotecaria, que presionará a la baja el valor de los activos para moderar su impacto sobre los indicadores de accesibilidad (véase gráfico 5). De esta forma, la corrección acumulada del precio de la vivienda podría alcanzar un 25 % en términos reales en 2012, aproximándose a la senda observada en la crisis inmobiliaria de la década de los setenta (véase gráfico 4).

del ahorro, junto con la moderada caída de la inversión, permitió una mejora de la situación patrimonial de las empresas, que alcanzaron una capacidad de financiación del 0,4 % del PIB en 2010.

Las AAPP realizaron una aportación fuertemente contractiva al crecimiento de la demanda

Por último, como se ha indicado, la demanda de las AAPP tuvo un comportamiento contractivo. La aceleración en primavera del proceso de consolidación presupuestaria provocó que el consumo e inversión públicos, que con anterioridad habían contribuido al sostenimiento de la demanda interna, dejaran de hacerlo en 2010. Además, dado el ajuste fiscal pendiente, cabe esperar que estos componentes de gasto mantengan su contribución negativa en los próximos años.

3.2 LA DEMANDA EXTERIOR

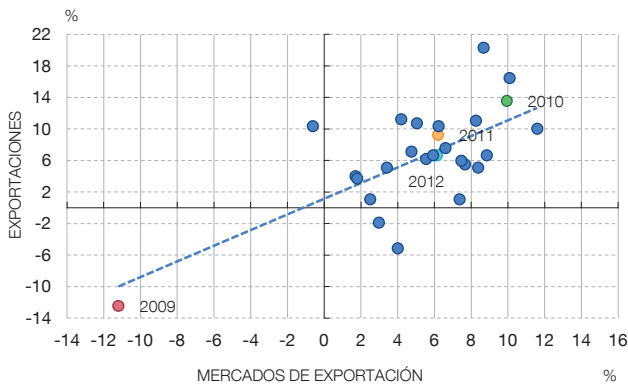
En 2010 la contribución de la demanda exterior neta al avance del PIB volvió a ser positiva, gracias al mayor dinamismo de las exportaciones

La demanda exterior neta tuvo, de nuevo, una notable aportación positiva al crecimiento del PIB en 2010 (1 pp), aunque fue inferior a la registrada en 2009. Debe destacarse el notable dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios (que crecieron más de un 10 % en términos reales), mientras que las importaciones de bienes y servicios también se recuperaron, aunque en menor medida, pues registraron un modesto avance (un 5,4 % en términos reales) ante el débil repunte de la demanda final. En los meses transcurridos de 2011, los flujos comerciales han mostrado una marcada fortaleza, mayor en el caso de las exportaciones, por lo que se prevé que la demanda exterior neta vuelva a presentar una aportación positiva al producto.

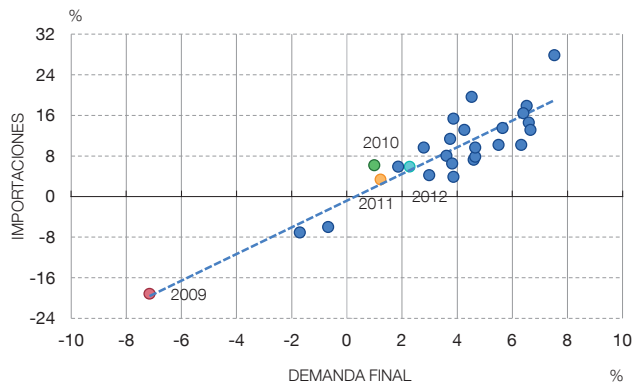
Las exportaciones de bienes encabezaron la recuperación de la economía española, al beneficiarse de la expansión del comercio mundial y de las mejoras de competitividad acumuladas...

Tras el colapso del comercio mundial en 2009, las exportaciones de bienes fueron el principal motor de crecimiento de la economía española en 2010, con un incremento anual del 13,6 % anual, superior al de nuestros mercados de exportación. El impulso recibido del auge del comercio mundial y de las ganancias de competitividad —debidas, en buena medida, a la contención de salarios— compensó con creces el efecto negativo derivado de la progresiva desaparición de las medidas de carácter excepcional implementadas en algunos países el pasado año, como los programas de apoyo a la sustitución de vehículos que habían estimulado las ventas al exterior en 2009. Además, el contexto de debilidad de la demanda nacional pudo animar a las empresas españolas a colocar sus productos en el exterior.

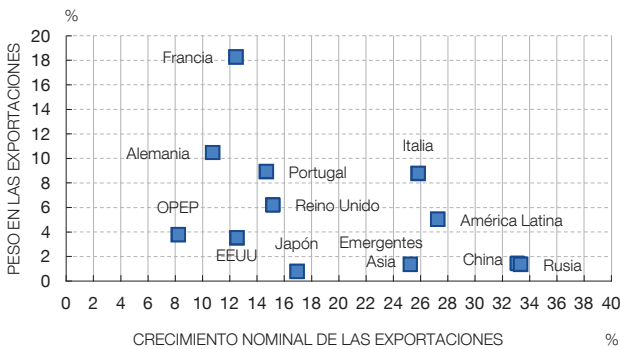
EXPORTACIONES DE BIENES Y CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA 1985-2012 (tasas de variación)



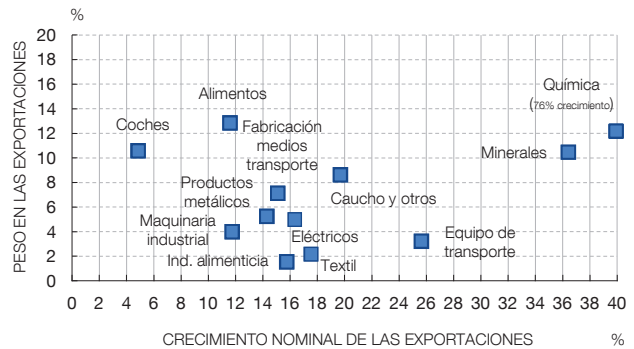
IMPORTACIONES DE BIENES Y DEMANDA FINAL 1985-2012 (tasas de variación)



EXPORTACIONES DE BIENES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Año 2010



EXPORTACIONES DE BIENES POR GRUPOS DE PRODUCTOS Año 2010



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, OCDE, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

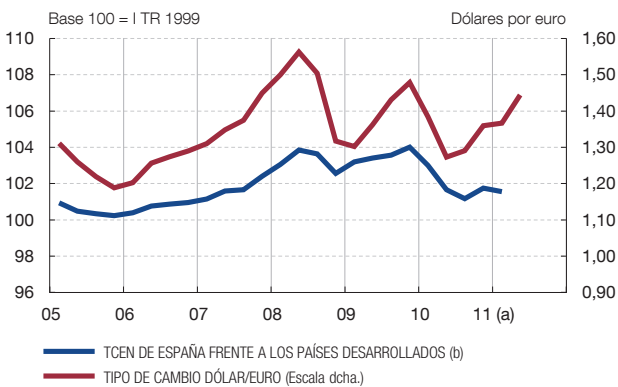
... con un dinamismo bastante generalizado, tanto por áreas geográficas como por productos

La información disponible a nivel empresarial apunta a que el drástico descenso de las exportaciones de bienes en 2009 se basó, sobre todo, en la reducción de la cantidad media exportada por cada empresa y, en mucha menor medida, en la salida de las empresas de los mercados exteriores, lo que sugiere que estas resistieron bien la crisis del comercio mundial, facilitando la recuperación posterior de sus ventas. Si bien la presencia de nuestras empresas en los mercados de mayor crecimiento (en particular, en economías emergentes) es aún reducida, las ventas a estas economías registraron tasas de avance muy elevadas en el conjunto de 2010, lo que está contribuyendo a la necesaria diversificación geográfica de las exportaciones españolas (véase gráfico 5.6). Finalmente, por tipos de productos, la aceleración de las ventas al exterior fue generalizada, destacando los bienes destinados a la industria química y metalúrgica y los bienes de equipo de transporte, mientras que las ventas de automóviles, aunque crecieron algo menos, contribuyeron significativamente a la recuperación de las exportaciones en 2010, dado su elevado peso en el total.

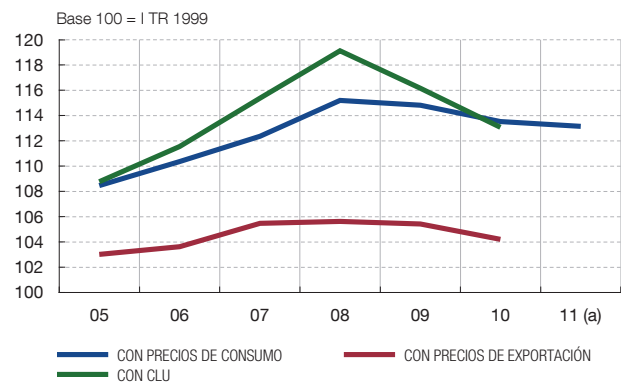
La cuota de exportaciones de bienes en los mercados mundiales aumentó ligeramente

En el conjunto de 2010, la cuota de exportación de España en el mundo, en términos reales, mejoró ligeramente, tras mantenerse relativamente estable en los dos últimos años, al contrarrestar la ganancia de cuota en los países desarrollados, en particular, en la zona del

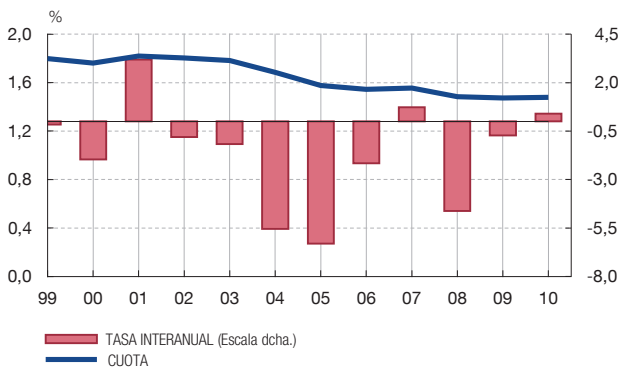
TIPOS DE CAMBIO



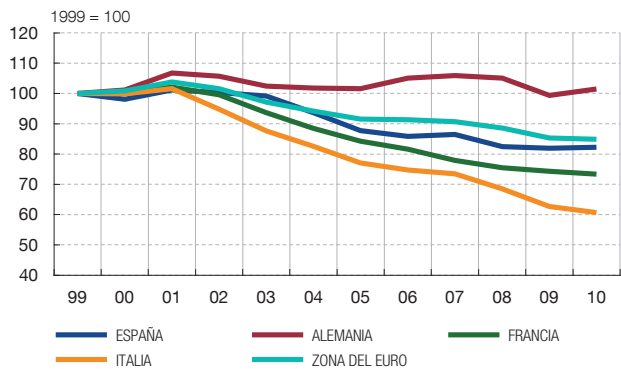
TCER FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (b)



CUOTA DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES EN EL MUNDO, A PRECIOS CONSTANTES DE 2000



CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES, EN TÉRMINOS REALES Índices 1999 = 100



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, OCDE, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Hacienda.

a Promedio de datos disponibles.

b Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.

euro, la pérdida en las áreas emergentes (véase gráfico 5.7). En el área del euro también Alemania amplió su cuota de mercado, mientras que las de Francia y, especialmente, Italia descendieron. En los primeros meses de 2011, las exportaciones han continuado impulsando el crecimiento, con un dinamismo superior al de los mercados mundiales, lo que sugiere que la cuota podría seguir aumentando.

Las exportaciones de servicios también registraron crecimientos positivos, aunque más moderados que en el caso de los bienes

Las exportaciones de servicios retomaron asimismo la senda de crecimientos positivos en 2010 (un 4,2 %), especialmente los servicios no turísticos (un 5,5 %), en consonancia con el avance de la actividad y, en particular, del comercio de bienes y flujos de turistas, que impulsaron los servicios de transporte. Los ingresos por turismo se beneficiaron de la superación de la crisis económica en algunos de los principales países emisores de turistas hacia España y de la debilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar y la libra, lo que, unido a la agresiva política de reducción de precios, contribuyó a mitigar la competencia creciente de países del Mediterráneo Oriental. Con todo, el impacto negativo de algunos acontecimientos de carácter excepcional, como el cierre temporal del espacio aéreo europeo por la erupción de un volcán islandés, las condiciones climatológicas adversas y la huelga de controladores aéreos en España, motivaron que los ingresos turísticos crecieran todavía a tasas moderadas en 2010 (un 2,5 %). En 2011, se prevé que las exportaciones de servicios intensifiquen su ritmo de crecimiento, porque continúa

el fortalecimiento de la situación económica de nuestros principales clientes y por la redirección de turistas hacia España ante la inestabilidad geopolítica surgida en algunos países árabes.

El ritmo de recuperación de las importaciones estuvo influido por dos factores, que ejercieron efectos contrapuestos: la debilidad de la demanda doméstica y el dinamismo de las exportaciones

La recuperación de las importaciones de bienes fue mucho más moderada que la de las exportaciones (con un aumento anual del 6,2 %), dada la debilidad de la demanda nacional y el encarecimiento de los productos importados, fundamentalmente de las materias primas. Con todo, en 2010 volvió a aumentar la penetración de las importaciones en la demanda final. El perfil de las importaciones a lo largo del año vino determinado en buena medida por el adelanto de las decisiones de consumo al segundo trimestre de 2010 en detrimento del tercero —lo que indica la dependencia de la economía española de bienes que no tienen un equivalente en la producción nacional—. Al cierre del año, el avance de las importaciones estuvo muy ligado al dinamismo de las exportaciones, especialmente significativo en las ramas con una gran dependencia de *inputs* importados. En 2011, el crecimiento de las importaciones estará de nuevo condicionado por la relativamente moderada recuperación de la demanda doméstica, en especial, del consumo privado, y por el aumento de sus precios, si bien la fortaleza de las exportaciones podría ejercer algún impacto positivo sobre las compras al resto del mundo.

4 La actividad

La actividad en la economía de mercado atenuó su caída en 2010, todavía lastrada por la contracción de la construcción

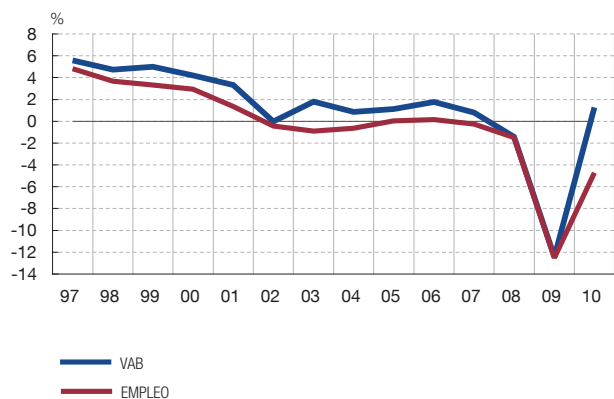
El retroceso de la actividad en el conjunto de la economía de mercado se atenuó en más de 4 pp en términos de su valor añadido bruto (VAB), hasta el -0,4 %, descenso que supera en tres décimas al del conjunto del PIB. Tanto las ramas industriales como las de servicios registraron tasas de variación positivas, aunque modestas, tras las notables caídas de 2009, mientras que el VAB de la construcción mantuvo un fuerte ritmo de contracción. Por su parte, el VAB de los servicios de no mercado se desaceleró de forma notable a lo largo del año, creciendo, en media anual, un 0,8 %, frente al 2,1 % del ejercicio precedente.

Las ramas industriales y energéticas volvieron a crecer, tras dos años consecutivos de caídas, apoyadas en las exportaciones

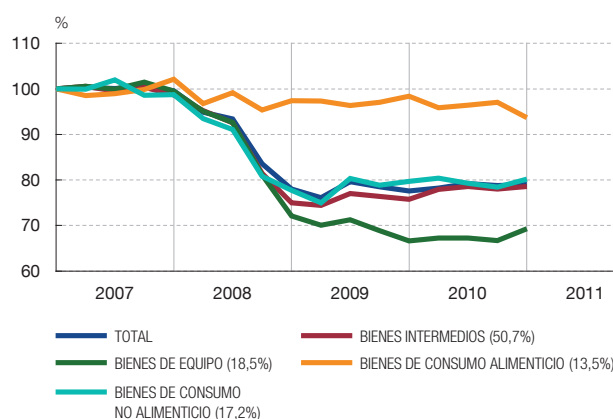
Tras el fuerte ajuste acumulado en los dos años anteriores, el VAB de las ramas de industria y energía retornó a tasas positivas en 2010 —en concreto, del 1,3 %—, impulsado por la demanda externa (véase gráfico 5.8). Todos los grandes sectores industriales crecieron, salvo las ramas destinadas a la producción de bienes de equipo, que, aunque siguieron cayendo, lo hicieron a un ritmo notablemente inferior. Los mayores avances correspondieron a las ramas productoras de bienes intermedios —en particular, la industria química, en línea con el dinamismo de las exportaciones de esta rama— y, en menor medida, de bienes de consumo no alimenticio.

Pese a la modesta recuperación observada el pasado año y al inicio de 2011, el nivel actual de la producción industrial es todavía aproximadamente un 20 % inferior al registrado en 2007, contracción que es más acusada que en los principales países del área del euro. Estos desarrollos se deben en parte a los efectos de arrastre que está teniendo la caída de la construcción sobre algunas ramas industriales. Un elemento más positivo viene dado por el hecho de que sean las ramas con mayor contenido tecnológico las que han sufrido un menor ajuste durante la crisis y las que han mostrado una evolución más favorable en los primeros estadios de la recuperación, lo que probablemente está relacionado con su mayor orientación exportadora. No obstante, su peso reducido en el conjunto de la industria —en torno al 7,5 %— limita su contribución a la expansión del sector, que en el futuro dependerá del comportamiento de las ramas de intensidad tecnológica media o baja e intensivas en mano de obra, que son las de mayor dimensión.

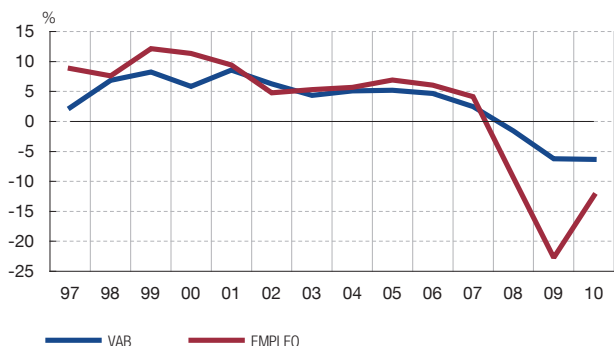
INDUSTRIA Y ENERGÍA
Tasa interanual



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Corregido de efectos de calendario y desestacionalizado (Base: I TR 2007 = 100)



CONSTRUCCIÓN
Tasa interanual



SERVICIOS DE MERCADO
Tasa interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Los servicios de mercado también mostraron cierta mejoría, basada principalmente en la demanda interior

El VAB de los servicios de mercado aumentó un 0,4 % en 2010, tras el significativo descenso, cercano al 2 %, registrado el año anterior. En comparación con la industria, el retroceso del sector durante la recesión ha tenido una intensidad muy inferior. Además, las ramas de los servicios de mercado ya han recuperado, por lo general, niveles de producción similares a los previos a la crisis. La rama de comercio, que es la de mayor tamaño, experimentó oscilaciones a lo largo de 2010 como consecuencia de la introducción del IVA en julio, si bien ha venido manteniendo un tono general de debilidad vinculado al que presenta el consumo. Otras ramas, como la hostelería y los servicios de transporte y almacenamiento, se han beneficiado del dinamismo de las exportaciones de bienes y del turismo, que ha permitido compensar parcialmente la mayor atonía de la actividad doméstica.

La construcción acentuó ligeramente su ritmo de caída, pues al ajuste del componente residencial se sumó la fuerte contracción de la obra pública

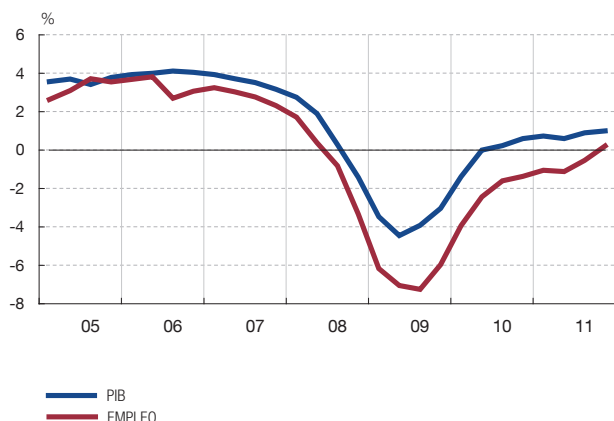
El VAB de la construcción continuó inmerso en el intenso proceso de ajuste iniciado tres años atrás, con una caída superior al 6 % en 2010. Esta evolución, como ya se puso de manifiesto al analizar la evolución de la demanda, se debió tanto a la continuación del intenso ajuste de la inversión residencial como a la fuerte reducción de la inversión pública promovida en el marco del proceso de consolidación fiscal.

5 El mercado de trabajo

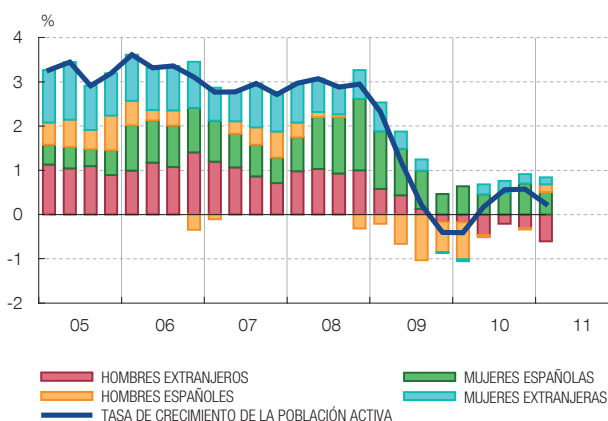
En 2010 la destrucción de empleo continuó, pero a un ritmo menos intenso

El empleo cayó a lo largo de 2010 a un ritmo promedio del 2,3 %, que alcanzó el 4 % en las ramas de la economía de mercado, de forma que la destrucción acumulada de puestos de trabajo desde el tercer trimestre de 2007 ha superado los dos millones; ello pone en evidencia la severidad del impacto de la crisis económica sobre el empleo. No obstante, en relación con 2009, el descenso en la ocupación se moderó en más de 4 pp (véase

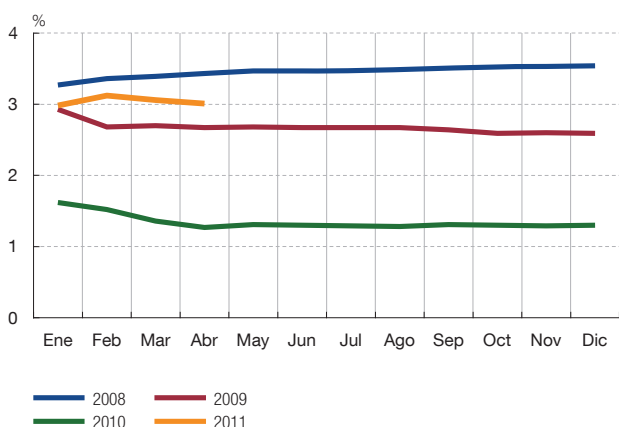
PRODUCTO Y EMPLEO (a)
Tasas interanuales



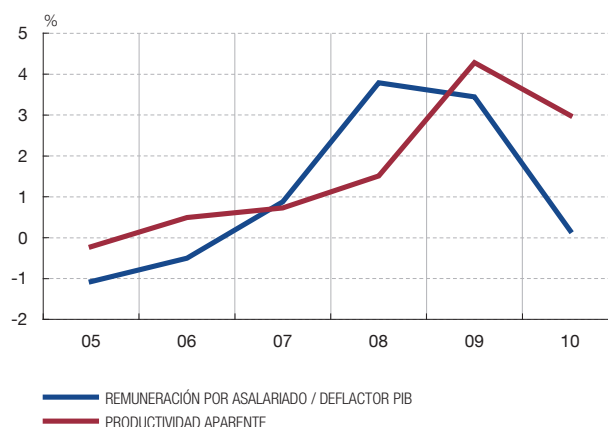
CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA POBLACIÓN ACTIVA
Contribuciones por sexo y nacionalidad (b)



TARIFAS SALARIALES (c)



SALARIOS REALES Y PRODUCTIVIDAD
EN LA ECONOMÍA DE MERCADO (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo. A partir del primer trimestre de 2011 los datos corresponden a los que aparecen en el Informe de proyecciones de la economía española publicado en marzo de 2011.
- b Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005.
- c Datos acumulados desde enero hasta el último mes disponible del año. Último dato: abril de 2011.
- d CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.

gráfico 5.9). De cara al futuro, al igual que en el caso de la actividad, se prevé que la recuperación en el empleo sea lenta.

La productividad mantuvo el comportamiento contracíclico habitual

La productividad en 2010 creció un 2,3 %, ritmo más moderado que en el año anterior, confirmando nuevamente el carácter contracíclico de esta variable en la economía española. Este comportamiento es el resultado de la combinación de una elevada rigidez salarial con una fuerte segmentación del mercado de trabajo, que provoca que los ajustes ante perturbaciones se realicen prioritariamente por la vía del empleo, en particular, de carácter temporal, que tiene en promedio un nivel formativo y una experiencia inferiores al resto de colectivos de trabajadores, por lo que su disminución se traduce en un aumento de la productividad media. De hecho, la caída del empleo temporal en 2010 fue del 4 %, frente al -1,5% del empleo indefinido. Esta pauta de comportamiento fue generalizada en las ramas de economía de mercado, destacando el repunte de la productividad en la industria.

La construcción siguió destruyendo empleo a un ritmo acusado...

Durante 2010 la construcción continuó siendo el sector que más empleo destruyó, con una variación promedio del $-12,5\%$, si bien el descenso del empleo en la industria también fue abultado ($-5,8\%$). Por su parte, el empleo en los servicios de no mercado mostró un crecimiento del $2,2\%$, similar al del año anterior, aunque con un perfil de desaceleración a lo largo del año. Según los datos del Registro de Personal al Servicio de las AAPP, el crecimiento habría sido más moderado, en el entorno del $0,8\%$ (con datos hasta julio de 2010), frente al $2,2\%$ registrado en 2009, como resultado de la progresiva aplicación del plan de reducción de empleo público.

... mientras que otras ramas llegaron a detener sus caídas de empleo

Si bien la destrucción de empleo se extendió a casi todas las ramas de la economía de mercado, el ritmo de deterioro se moderó con respecto a las caídas experimentadas en 2009. El perfil trimestral a lo largo de 2010 revela que en los servicios de mercado la destrucción de empleo prácticamente se ha detenido, mientras que en la agricultura se produjo una tímida creación de puestos de trabajo.

Las decisiones de participación apenas reaccionaron a las negativas condiciones del mercado de trabajo

En contraste con crisis anteriores, la tasa de actividad siguió mostrando una cierta fortaleza, a pesar del fuerte deterioro del mercado laboral. Así, la tasa de actividad creció moderadamente (una décima, hasta el 60%), de tal forma que el crecimiento de la población activa se mantuvo en terreno positivo ($0,2\%$), aunque inferior al del año 2009 ($0,8\%$), debido a la desaceleración en el aumento de la población inmigrante que se viene registrando desde poco después del inicio de la crisis. Por colectivos, la participación masculina y la de los grupos de edades más jóvenes (de 16 a 24 años) sí reaccionaron negativamente a la situación cíclica, observándose en el caso de estos últimos un incremento en su participación en acciones formativas. La reducción de la participación de estos grupos no fue suficiente, sin embargo, como para compensar la tendencia hacia una mayor participación femenina en el mercado laboral.

El avance del desempleo fue intenso, pero menor que en 2009

El número de desempleados moderó su crecimiento, pero siguió aumentando con fuerza, hasta el $11,6\%$ en 2010, y la tasa de desempleo se elevó hasta el $20,1\%$, más de 2 puntos por encima de la de 2009. Este aumento fue generalizado, aunque más acusado entre los más jóvenes, aquellos con menor nivel de formación y de nacionalidad extranjera. El desempleo de larga duración repuntó con intensidad y su incidencia relativa ($42,5\%$) se situó en niveles elevados ($52,6\%$ en el tramo de edad 45-64 años), situación preocupante, dadas las mayores dificultades para retornar al mercado laboral que sufren los trabajadores en esta situación.

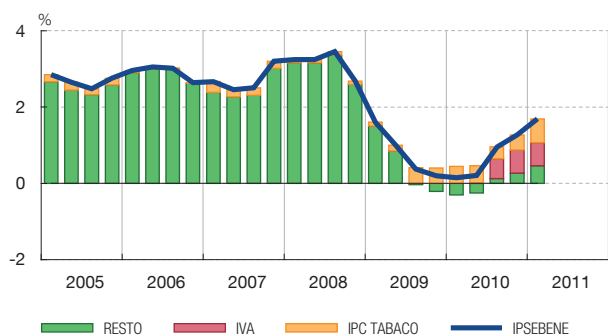
Los salarios se moderaron en 2010...

La firma en febrero de 2010 del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) 2010-2012 por parte de los agentes sociales, así como el significativo recorte de los salarios de los empleados públicos y las moderadas tasas de inflación derivadas de la brecha de desempleo, crearon un marco favorable para la moderación de los salarios a lo largo de 2010. La remuneración por asalariado en la economía de mercado creció un $1,4\%$, $2,3$ pp menos que en 2009, en coherencia con la evolución de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva ($1,3\%$, frente al $2,3\%$ de 2009). La desaceleración en los servicios de no mercado fue aún más intensa, llegando incluso a caer un $1,8\%$ en el promedio del año, debido al recorte salarial en las AAPP.

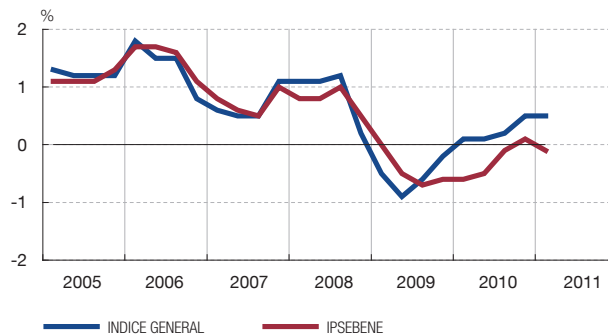
... aunque hay indicios de repunte en 2011

Sin embargo, el fuerte repunte que experimentó la inflación en el tramo final del año 2010 y en los primeros meses de 2011 ha conducido a que los incrementos salariales de los convenios que se han registrado a comienzos del presente ejercicio sean superiores a los del año anterior, en el entorno del 3% . Existe el riesgo, por tanto, de que la alta inflación de finales de 2010 y principios de 2011 se traslade en exceso a los salarios y con ello se dificulte la recuperación de la competitividad y del empleo.

CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPSEBENE (a)



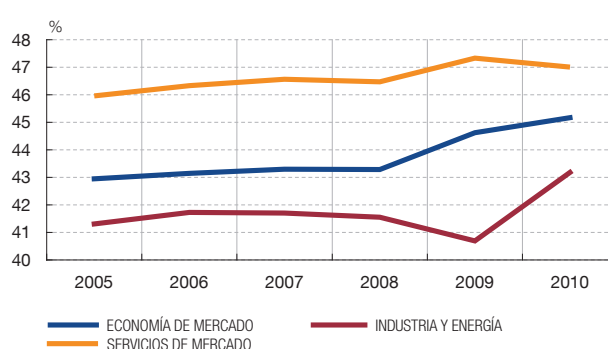
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (IAPC) ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



COSTE LABORAL UNITARIO E IPSEBENE



PARTICIPACIÓN DEL EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN (s/VAB)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El IPC de tabaco no incluye el efecto estimado del aumento de los tipos impositivos del IVA.

6 Los precios y los costes

La inflación está mostrando una tendencia alcista, debido a factores de naturaleza, en principio, transitoria...

A lo largo del año pasado continuó el proceso de aumento gradual de la tasa de crecimiento del IPC que se había iniciado en el verano de 2009 (véase gráfico 5.10). En concreto, el incremento medio anual en 2010 fue del 1,8 %, y el del mes de diciembre, del 3 %, 2,2 pp por encima de la tasa observada en el mismo mes del año anterior. Esta tendencia al repunte de la inflación continuó al inicio de 2011, hasta alcanzar un máximo en abril del 3,8 % y comenzar a flexionar a la baja a partir de entonces. La evolución descrita responde, sobre todo, a la concurrencia de varios elementos de naturaleza predominantemente transitoria cuyo impacto sobre la tasa de variación del IPC debería desaparecer, en principio, en el curso de 2011. Entre estos factores se encuentran el encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales —especialmente el petróleo—, algunas subidas impositivas —dentro del conjunto de medidas de consolidación fiscal— y el aumento de determinados precios regulados.

Por este motivo, para explicar la evolución de la inflación durante 2010 y principios de 2011 resulta de utilidad realizar una descomposición contable de la tasa interanual del IPC, en la que se cuantifique de forma aproximada la contribución de cada uno de estos elementos. La diferencia entre el indicador global y la aportación conjunta de estos factores proporciona una visión más adecuada de las presiones inflacionistas subyacentes. En concreto, de los 2,2 pp de aumento de la inflación entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, el conjunto de elementos transitorios explicaría 1,4 pp, y la parte residual, que no estaría relacionada con ellos, 0,8 pp.

... que incluyen la evolución de los precios energéticos...

El comportamiento de los precios de los bienes energéticos explica 0,7 pp del aumento de la inflación en el curso del año pasado. La notable aceleración de estos precios durante 2010 y principios de 2011 reflejó, sobre todo, una perturbación de naturaleza externa, como es el encarecimiento del petróleo, cuyo precio en dólares repuntó sustancialmente, en un contexto de fuerte expansión de la demanda de los países emergentes, tensiones geopolíticas en algunos países productores y escasez de nuevas prospecciones. Pero, además, otros factores han contribuido al incremento de los precios energéticos. En primer lugar, los precios antes de impuestos de los carburantes y otros combustibles no solo reflejaron con rapidez, como es habitual, la subida del coste del petróleo, sino que los aumentos fueron mayores en España que en el conjunto de la zona del euro, lo que podría ser consecuencia de un grado de competencia insuficiente en el sector, así como de la rigidez de la demanda energética en España. En segundo lugar, se produjeron incrementos de los precios regulados del gas natural y butano y de la electricidad con el fin de adecuarlos a los costes.

... y la imposición indirecta

Entre las medidas de consolidación fiscal con efectos directos sobre los precios destaca el incremento de los tipos del IVA en julio de 2010. Los precios finales habrían aumentado 1,1 pp si la traslación de la variación impositiva hubiera sido completa. No obstante, las diferentes estimaciones disponibles señalan que la traslación efectiva fue de alrededor del 50 % del total, de modo que el incremento impositivo explicaría 0,6 pp de la variación del IPC general. Esta traslación es inferior a la estimada a raíz de los incrementos de los tipos del IVA de 1992 y 1995, lo que podría explicarse por la debilidad del consumo de las familias en la actual coyuntura cíclica, que ha conducido a que los márgenes de productores y minoristas hayan absorbido una parte del alza impositiva. Por otro lado, el aumento de la imposición sobre el tabaco también tuvo un efecto apreciable en el IPC.

El IPSEBENE alcanzó el mínimo anual de la serie histórica...

En el promedio del año pasado, el IPSEBENE aumentó un 0,6 %, el menor registro histórico, lo que es coherente también con la atonía de la demanda, que se tradujo, en particular, en una acusada desaceleración de los precios de los servicios. Esta evolución contenida de la inflación subyacente permitió que, incluso a pesar del mayor aumento de impuestos indirectos en España, el diferencial de inflación con el área del euro en términos del IPSEBENE fuera negativo (-0,3 %) por segundo año consecutivo.

... reflejando la intensa caída de los costes laborales unitarios

La reducción de los costes laborales unitarios se intensificó con respecto a 2009, como consecuencia de la mayor contención de la remuneración por ocupado —más intensa en el conjunto de la economía que en las ramas de mercado—, ya que el avance de la productividad aparente fue menor que en 2009, reflejando la moderación del proceso de destrucción de puestos de trabajo. Por otro lado, los márgenes empresariales —aproximados mediante la participación del excedente de explotación en el valor añadido— aumentaron respecto a años anteriores, especialmente en el caso de la industria.

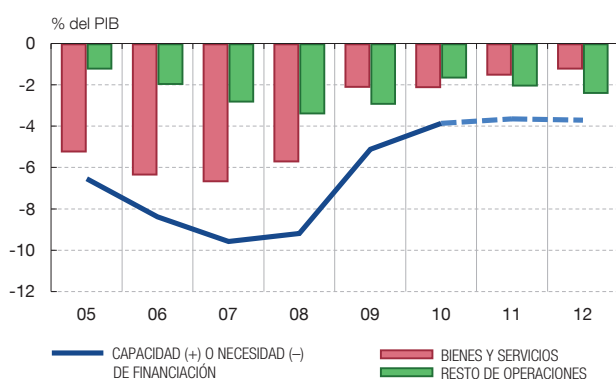
Otros indicadores de precios no se moderaron en 2010, fundamentalmente por el componente importado

En 2010 aumentó el ritmo de avance de los deflatores de la demanda privada, que acusaron la fuerte aceleración —de casi 17 pp— de los precios de las importaciones. Por su parte, el deflactor del consumo público registró una caída en 2010, como consecuencia del recorte en las retribuciones de los empleados de las AAPP. La aceleración del componente interior de la inflación, aproximado por el deflactor del PIB, fue más modesta, aumentando un 1 % en 2010, frente al 0,6 % del año anterior.

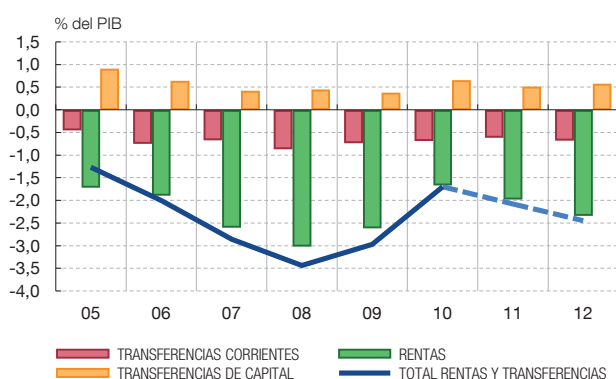
Se registraron ganancias de competitividad en términos de precios y costes

Por segundo año consecutivo, se produjeron mejoras de los indicadores de competitividad, calculados con precios y costes, frente al conjunto de los países desarrollados, de modo que se recuperó parte de la pérdida acumulada en años anteriores. Las ganancias, que en el caso de la competencia frente a los países de fuera del área del euro se vieron

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



SALDO EXTERIOR DEL RESTO DE OPERACIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

favorecidas por la evolución del tipo de cambio, fueron particularmente intensas en términos de los costes laborales unitarios. Esta mejora de la competitividad contribuyó, como ya se ha señalado, al ligero avance de la cuota de mercado de las exportaciones españolas, en términos reales, en el mercado mundial.

Cabe esperar que la inflación se modere sustancialmente en la segunda mitad de 2011 y en 2012

En principio, el impacto sobre la tasa de inflación interanual de los factores que, de modo transitorio, la han impulsado recientemente tenderá a desvanecerse paulatinamente en el segundo semestre de 2011, lo que debería permitir que los precios de consumo aumentaran en torno al 2 % a finales de 2011 y al 1,5 % en el conjunto de 2012. No obstante, estas proyecciones están sometidas a un grado de incertidumbre muy elevado, pues también lo está el precio del petróleo. Además, los efectos indirectos que las alzas pasadas del petróleo ejercen sobre los precios de otros bienes y la aparición de los denominados *efectos de segunda vuelta* —esto es, los efectos inflacionistas que surgen cuando, ante una perturbación externa, los agentes intentan mantener sus márgenes y salarios en términos reales— representan canales que podrían presionar adicionalmente sobre los precios nacionales. Una reacción inadecuada por parte de los distintos agentes a las perturbaciones de inflación registradas durante 2010 conduciría a tasas de inflación persistentemente más elevadas, pérdidas de competitividad y reducción del empleo y de la actividad.

7 Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales

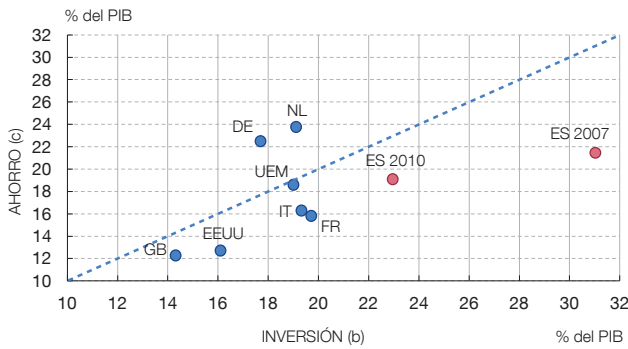
La necesidad de financiación de la nación siguió descendiendo en 2010 por la mejora del saldo comercial no energético y de la balanza de rentas

La necesidad de financiación de la economía española continuó reduciéndose en 2010, aunque con menor intensidad que en el año anterior. Según datos de la Contabilidad Nacional, dicha necesidad alcanzó el 3,9 % del PIB, 1,2 pp menos que en 2009 (véase gráfico 5.11). Esta mejora reflejó principalmente el descenso del saldo negativo de rentas (en 0,9 pp del PIB) y del saldo comercial no energético (en 0,6 pp), con un leve aumento del superávit de servicios. También el superávit por operaciones de capital se amplió, en 0,3 pp del PIB. Estos desarrollos compensaron el incremento del déficit energético.

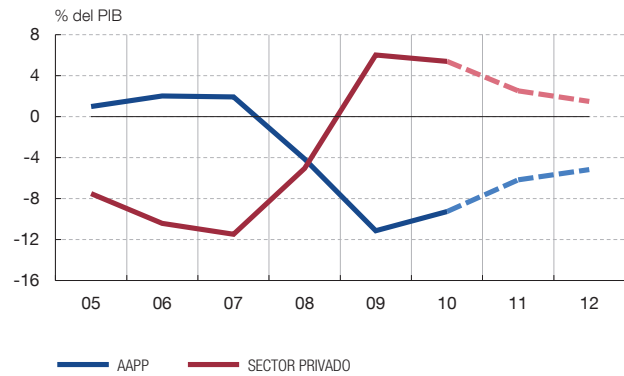
Los menores pagos netos de rentas al resto del mundo se explican, sobre todo, por el apreciable aumento de los dividendos percibidos por las multinacionales españolas

El descenso del déficit de rentas refleja principalmente el notable incremento, hasta máximos históricos, de los dividendos de la inversión directa percibidos por las multinacionales españolas y los reducidos niveles, en el promedio del año, de los tipos de interés. En este último caso, la corrección del déficit de rentas se moderó a lo largo del segundo semestre, en consonancia con el aumento del coste de la financiación.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL (2010)



CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



FUENTES: EUROSTAT, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Con la excepción de España, los datos de 2010 son previsiones de la Comisión Europea.
- b Formación bruta de capital.
- c Ahorro bruto.

El encarecimiento del petróleo y el aumento de las rentas pagadas al exterior entorpecerán descensos más apreciables del déficit exterior en el futuro

En el presente año, el notable encarecimiento del petróleo, sobre cuya magnitud y duración existe una gran incertidumbre, y la tendencia al alza de los tipos de interés limitan el margen de corrección del déficit exterior. Dada la elevada dependencia de la economía española de bienes importados, especialmente, energéticos, y la carga financiera que conllevan las deudas asumidas en el pasado frente al resto del mundo, resulta importante revisar cuáles son los canales que podrían permitir correcciones adicionales y permanentes del déficit exterior (véase recuadro 5.2).

Las menores necesidades de financiación del sector público más que compensaron la reducción de la capacidad de financiación del sector privado no financiero

La disminución de las necesidades de financiación de la economía española en 2010 se explica por el descenso de la inversión nacional (de 1,5 pp del PIB, hasta el 22,5%), que superó ampliamente el registrado por la tasa de ahorro nacional bruto (de 0,4 pp del PIB, hasta el 18,5%) (véase gráfico 5.12). Cabe destacar que la ratio de inversión sobre el PIB en España sigue estando por encima de la que muestran los principales países europeos, pese al descenso de 8 pp acumulado por esa ratio desde 2007. En 2010 se redujo la capacidad de financiación del sector privado (en 0,6 pp del PIB, hasta el 5,4%), debido a la evolución de las familias e instituciones financieras, que contrarrestaron la mejora de la posición financiera de las sociedades no financieras, que registraron por primera vez desde 1996 capacidad de financiación. La disminución de la necesidad de financiación de la nación reflejó, por tanto, la disminución de la de las AAPP (de 1,9 pp del PIB, hasta el 9,2%). Se prevé que la corrección del déficit público en los próximos años se compense con un descenso de la capacidad de financiación del sector privado, de modo que las necesidades de financiación de la nación apenas se reducirán. En este sentido, el logro de avances más sostenidos en el descenso del déficit exterior exigiría tasas mayores de ahorro o un menor esfuerzo inversor por parte de familias y de empresas.

A pesar de las necesidades de financiación, el endeudamiento exterior neto de la economía española se redujo en 2010, debido al impacto positivo de los efectos de valoración

El aumento de las necesidades de financiación de la nación no se vio reflejado en el saldo de la Posición de Inversión Internacional, debido al impacto de los efectos de valoración. La depreciación del euro frente a la libra y el dólar, por un lado, y la caída de los precios de los activos financieros españoles frente a la recuperación de los extranjeros (en particular de la renta variable), por otro lado, explican esos efectos, que hicieron que la posición deudora neta descendiera 4 pp del PIB en 2010, hasta situarse

En 2010, la economía española continuó reduciendo su déficit exterior. Según datos de la Contabilidad Nacional, la necesidad de financiación se situó en el 3,9 % del PIB en dicho año, 1,2 pp menos que en 2009 y casi 6 pp por debajo del máximo alcanzado en 2007 (véase cuadro 1). Es necesario que este ajuste continúe, especialmente si se tiene en cuenta que España ha acumulado un significativo *output gap* negativo, con una sustancial caída de la inversión, que debería conducir a reducir el recurso al ahorro externo. Además, en 2010 el saldo exterior primario todavía fue deficitario (en un 2,2 % del PIB), lo que sugiere que, hacia el futuro, en ausencia de un ritmo intenso de crecimiento de la actividad, la Posición de Inversión Internacional (PII) de la economía española mantendría un elevado saldo deudor.

Algunos de los factores que han limitado la corrección del déficit exterior en 2010 apuntan a la existencia de ciertas debilidades de la economía española, que habría que afrontar para garantizar reducciones adicionales y persistentes del mismo. En 2010, la necesidad de financiación estuvo condicionada por los mayores pagos

al resto del mundo vinculados al incremento de la factura energética. El repunte del precio del petróleo¹ y la elevada dependencia de la economía española de *inputs* energéticos importados explicaron que el saldo energético se deteriorara significativamente en dicho año, alcanzando el 3,3 % del PIB (0,8 pp más que en 2009). Asimismo, la rápida respuesta del resto de las importaciones a la modesta recuperación de la demanda final en 2010 sugiere que la elevada elasticidad-venta que tradicionalmente han presentado las importaciones españolas no ha experimentado cambios significativos durante la fase recesiva, aunque este aspecto debe ser analizado con cautela². El dinamismo de las exportaciones y el ligero avance del consumo privado en 2010, que son componentes

- 1 El petróleo tipo *Brent* en euros se encareció un 35 % de media en el conjunto de 2010, frente a un descenso del 33 % el año anterior.
- 2 Estimaciones con parámetros cambiantes en el tiempo para el período 1995-2010 de la elasticidad-venta de las importaciones de bienes de España apuntan en esta dirección.

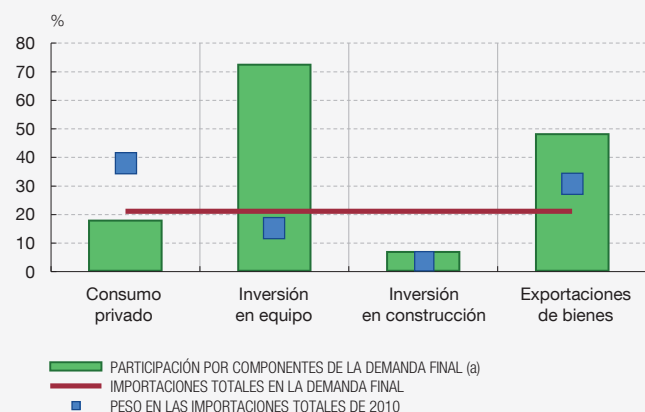
1 LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN

Porcentaje del PIB

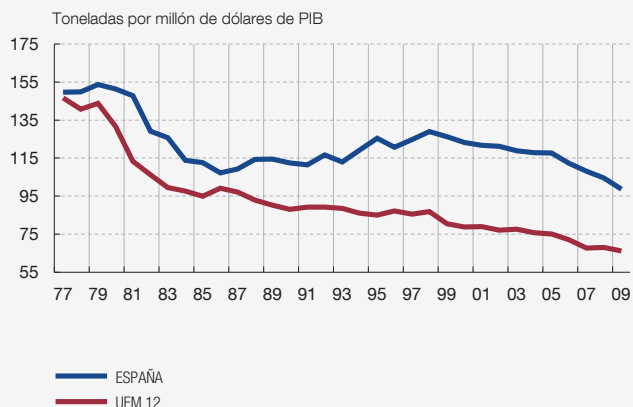
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo de bienes y servicios	-6,7	-5,8	-2,2	-2,2	-1,6	-1,3
Saldo energético	-3,2	-4,1	-2,5	-3,3	-4,2	-4,2
Saldo no energético bienes y servicios	-3,5	-1,7	0,4	1,1	2,6	2,9
Rentas	-2,6	-3,0	-2,6	-1,7	-2,0	-2,3
Resto	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	-0,1
Necesidad de financiación	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9	-3,7	-3,7
PRO MEMORIA:						
Saldo exterior primario	-7,0	-6,2	-2,5	-2,2	-1,7	-1,4

FUENTES: Departamento de Aduanas, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

1 PARTICIPACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA FINAL Año 2005



2 IMPORTACIONES NETAS DE PETRÓLEO Precios constantes del año 2000



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Elaboración propia a partir del Marco *Input-Output* de la Contabilidad Nacional de España.

de la demanda con un mayor contenido importador que la inversión en construcción, explican en buena medida la recuperación de las compras al exterior en dicho año (un 31 % y un 38 % del total, respectivamente)³ (véase gráfico 1). Con todo, gracias a la fortaleza de las exportaciones, impulsada por la reactivación del comercio mundial y las ganancias de competitividad acumuladas en los dos últimos años, el saldo de bienes no energéticos y servicios incrementó su superávit en 2010 hasta el 1,1 % del PIB.

Las previsiones para 2011 y 2012 señalan que el déficit exterior se reducirá marginalmente, a pesar de que se anticipa que las exportaciones de bienes y servicios van a mantener un buen comportamiento. Los principales obstáculos para un avance más intenso en el proceso de ajuste son, en primer lugar, el encarecimiento del petróleo —muy afectado por la creciente inestabilidad geopolítica en el mundo árabe— y, en segundo lugar, el aumento del déficit de rentas, debido al incremento de los tipos de interés en presencia de una PII fuertemente deudora. En este contexto resulta relevante revisar los diferentes canales a través de los cuales la economía española podría corregir su déficit exterior con mayor rapidez. La obtención de ganancias de competitividad-precio, una mayor apertura a los mercados exteriores y la disminución de la dependencia importadora, en especial, de la energética, podrían ser los tres ejes para canalizar esa mejora.

La pertenencia de España a una unión monetaria imposibilita el recurso a devaluaciones competitivas para abaratar los productos españoles en los mercados exteriores —y encarecer las importaciones—, por lo que las ganancias de competitividad-precio deben generarse a través de un proceso de aumentos de la productividad y de moderación de precios y salarios, que serían más fácilmente alcanzables si se introdujeran medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores productivos. Esto permitiría, además, ampliar el colectivo de empresas españolas que pueden acometer la penetración en nuevos mercados, potenciando los efectos beneficiosos de las ganancias de competitividad sobre las exportaciones. En este contexto, con la ayuda del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)⁴,

se ha simulado el efecto sobre el déficit exterior de una disminución de los precios de exportación relativos de 1 pp en cada uno de los años 2011 y 2012⁵. Como se observa en el cuadro 2, esa medida permitiría reducir el déficit exterior en 0,5 pp del PIB en 2012.

La evolución de las exportaciones no solo depende de lo competitivas que sean estas, sino también de la intensidad de su demanda. Una diversificación de las exportaciones españolas hacia productos de mayor valor añadido y hacia mercados más dinámicos incidiría positivamente en su evolución. De hecho, si las empresas españolas aumentaran progresivamente sus ventas hacia países emergentes de forma que los mercados de exportación españoles crecieran a un ritmo similar al de los mercados mundiales en 2011 y 2012 (es decir, un 7,5 %, en lugar del 6 % previsto), el saldo comercial nominal experimentaría una mejora desde el primer año, alcanzando 6 décimas del PIB en 2012, según el MTBE. Para favorecer la diversificación de las exportaciones hacia países de demanda dinámica, debería facilitarse el acceso de las empresas a mercados cultural y geográficamente lejanos, así como reforzar su consolidación en esos mercados.

Finalmente, resulta crucial limitar la elevada dependencia del petróleo, que vincula la evolución del saldo exterior a las fluctuaciones del precio del crudo. Las importaciones de petróleo en España por unidad del PIB son muy superiores a las que se observan en el conjunto de la UEM (véase gráfico 2). Si esa brecha se redujera en los dos próximos años a la mitad, el déficit energético disminuiría en torno a medio punto del PIB. De ahí, que no deban retrasarse las medidas necesarias para reducir de forma permanente esta dependencia energética del exterior⁶.

Para evitar que en fases alcistas del ciclo económico la creciente demanda de importaciones de bienes y servicios dificulte la corrección del déficit exterior sería conveniente, además, reducir la eleva-

3 Estos pesos se obtienen de acuerdo con el contenido importador estimado para cada uno de los componentes de la demanda final a partir de las tablas *Input-Output* del año 2005.

4 Para realizar esta simulación se ha incrementado la elasticidad-precio de las exportaciones en línea con lo que sugieren las estimaciones a un nivel más desagregado y se ha moderado la respuesta de las importaciones a cambios en la demanda final.

5 Dado el peso de los costes laborales unitarios, los márgenes y los consumos intermedios en el proceso de formación de precios de las exportaciones, esa rebaja de precios podría alcanzarse con un descenso adicional de 1,5 pp de los CLU y de los márgenes en cada uno de esos dos años.

6 El Plan de Intensificación del Ahorro y la Eficiencia Energética aprobado en el Consejo de Ministros del 4 de marzo presenta diversas propuestas con las que se estima alcanzar un ahorro de 2.300 millones de euros anuales en importaciones energéticas

2 IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL SALDO EXTERIOR DE ESPAÑA DE DIFERENTES MEDIDAS

Porcentaje del PIB	2011	2012
1 Ganancias de competitividad-precio de un 1 % en 2011 y en 2012	0,3	0,5
2 Aumento de nuestros mercados de exportación de un 1,4 % en 2011 y un 1,6 % en 2012	0,3	0,6
3 Reducción progresiva de las importaciones netas de petróleo	0,2	0,5
IMPACTO TOTAL	0,7	1,6

FUENTE: Banco de España.

da dependencia de importaciones de bienes de mayor valor añadido y tecnología. Si la elasticidad-renta de largo plazo de las importaciones de España se redujera hasta valores similares a los observados en los grandes países de la UEM, el impacto favorable sobre el saldo exterior de las simulaciones anteriores sería mucho mayor.

A partir de las simulaciones realizadas, parece evidente que los avances hacia el logro de un equilibrio exterior, que incluye sentar las bases para frenar y revertir la tendencia alcista de la PII deudora, requieren medidas ambiciosas en diversos frentes, tendentes a lograr una fijación más eficiente de precios y salarios, aumentar la

productividad de las empresas y reducir la elevada dependencia importadora de la economía española, especialmente, la energética. En los ejercicios planteados se observa que incluso una mejora rápida en todos esos ámbitos, aunque permitiría reducir el déficit exterior en 2011 y 2012, solo llegaría a equilibrar su componente primario en este último año, con lo que la PII apenas disminuiría. En todo caso, las medidas antes comentadas, además de reducir el déficit exterior, impulsarían la actividad, con efectos favorables sobre la confianza de los mercados financieros en la capacidad de crecimiento de la economía española y sobre la sostenibilidad de la deuda exterior.

en torno al 87 %. En un año caracterizado por episodios de recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, la cobertura de las necesidades de financiación se realizó mayoritariamente a través de la inversión de cartera en renta fija a largo plazo, como resultado tanto de la disminución de las tenencias en el exterior de este tipo de títulos por parte de los residentes en España como de las inversiones de no residentes en deuda pública. La deuda externa española —variable que incluye los pasivos frente a no residentes que dan lugar a pagos por amortizaciones o por intereses, es decir, pasivos exigibles— disminuyó 2,8 pp del PIB en 2010, hasta el 164 %.