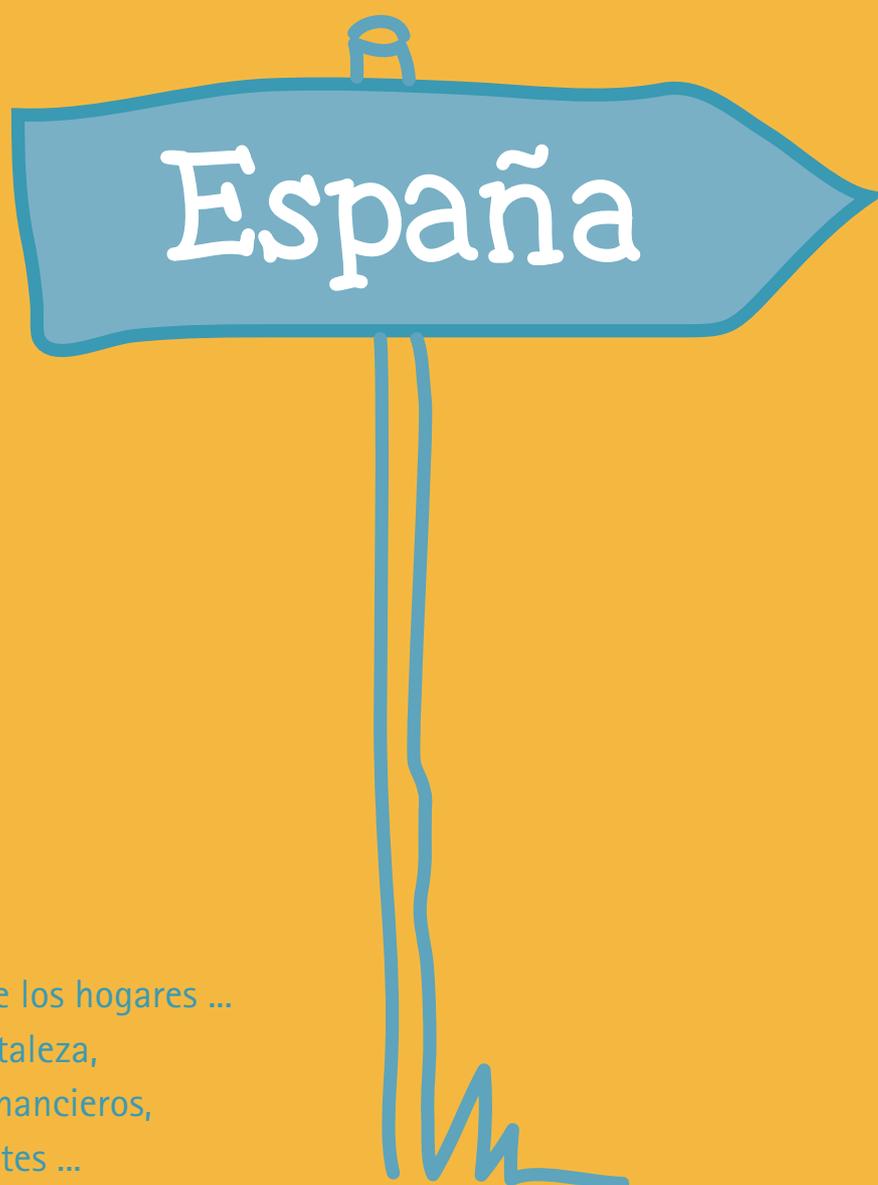


# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Mayo 2007



Ante la moderación del gasto de los hogares ...  
... las empresas muestran su fortaleza,  
apoyadas en salarios y costes financieros,  
variables con tensiones incipientes ...  
... y aprovechan el entorno exterior favorable

# Índice

Fecha de cierre: 28 de mayo de 2007

<b>1. En resumen</b>	<b>1</b>
<b>2. Una expansión europea muy oportuna para España</b>	<b>3</b>
Recuadro: "Impacto de la demanda agregada europea sobre la economía española"	8
<b>3. Hogares: desaceleración del consumo y ajuste gradual en la demanda de vivienda</b>	<b>9</b>
<b>4. Mercado laboral, ¿una oferta de empleo cerca de sus límites?</b>	<b>14</b>
<b>5. España es diferente: productividad relativamente baja, pero rentabilidad empresarial relativamente alta</b>	<b>18</b>
<b>6. Competitividad exterior: España cada vez menos diferente</b>	<b>24</b>
<b>7. Resumen de previsiones</b>	<b>28</b>

## Han elaborado esta publicación:

J. Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Cristina Fernández	34 91 374 73 20	cristina.fvidaurreta@grupobbva.com
Antonio Marín	34 91 374 30 85	antonio.marin@grupobbva.com
Virginia Pou	34 91 537 77 23	virginia.pou@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Jorge Rodríguez-Vález	34 91 537 48 90	jorge.rv@grupobbva.com

## 1. En resumen

El comienzo de 2007 está siendo especialmente dinámico para la economía española, que ha situado el crecimiento del PIB en el 4,1% anual, la cifra más alta desde finales de 2001. Este crecimiento está apoyado en la expansión de la inversión en equipo y en la reducción de la contribución negativa del sector exterior al crecimiento. Ello ha compensado la moderación del gasto de los hogares en consumo y en vivienda, en línea con nuestra previsión de un escenario de ajuste gradual del sector inmobiliario, que creemos que se extenderá hasta 2008. Nuestra previsión de crecimiento es del 3,8% y del 3,1% en 2007 y 2008, respectivamente. A este escenario de ajuste gradual subyace una continuación del ciclo expansivo mundial, un sostenimiento de la renta disponible de los hogares y de los beneficios empresariales, y el dinamismo del crédito.

### Entorno exterior dinámico

En conjunto, estimamos que la sorpresa alcista en el crecimiento de la UEM en 2006, desde el 2,2% que esperábamos hace un año hasta el 2,8% finalmente registrado, ha tenido un impacto sobre el crecimiento español de 0,4 puntos porcentuales de los 3,9 puntos finalmente registrados. Algo similar va a ocurrir en 2007, dado que la previsión del crecimiento de la UEM ha pasado del 2,2% en octubre del año pasado al 2,7% actual, con una sorpresa de crecimiento de magnitud similar a la del año pasado.

### Renta y disponibilidad de crédito

Es destacable que el ritmo de la moderación del gasto en consumo está siendo más pausado de lo esperado. Ello es resultado de dos factores. El primero es el notable crecimiento del empleo y de la renta disponible de los hogares, que ha superado las expectativas. Así, en 2007, el crecimiento real de la renta disponible de los hogares será del 3,9%, el más elevado de los últimos años al coincidir el soporte del empleo con el impacto positivo de la reforma del IRPF y de la desaceleración de precios. El segundo factor relevante es la disponibilidad de crédito, que está permitiendo que el consumo mantenga crecimientos algo más elevados de los que corresponderían a la evolución de sus fundamentos, renta y riqueza principalmente. El porcentaje de consumo financiado con crédito ha ido aumentando, reduciendo las restricciones de liquidez de los hogares. Aunque a medida que las familias enfrenten una mayor carga financiera este factor se irá frenando, en nuestra opinión el consumo seguirá estando bien soportado, con crecimientos que en 2007-08 superarán el 3%.

### Dinamismo empresarial

Los beneficios de las empresas españolas han crecido a buen ritmo mientras han continuado diversificando geográficamente su base. Las empresas españolas han sabido además aprovechar el buen momento exterior, lo que se ha traducido en una sorpresa al alza en el comportamiento de la inversión y de las exportaciones en la economía.

### Ajuste gradual del Sector Inmobiliario

En este escenario, prevemos que continuará el ajuste gradual del sector inmobiliario con la pausada desaceleración de los precios de la vivienda, el freno de la demanda de los hogares y la consolidación de la moderación de la actividad. Ello tendrá un impacto asumible en el escenario de crecimiento de la economía española. El gasto en vivienda nueva supone aproximadamente el 8% del volumen de PIB de la economía española, por lo que su desaceleración desde tasas cercanas al 4% en 2007 al 1% en 2008, cifras incorporadas en el escenario central de previsiones, supondría una reducción de la contribución positiva de la inversión en vivienda desde cerca de cuatro décimas de punto porcentual a una décima. La menor presión de la demanda irá seguida con cierto retardo de la moderación de la actividad y del empleo en el sector de la construcción residencial. En todo caso, la pronta confirmación del freno de la actividad en la construcción residencial es clave para ratificar este escenario de ajuste gradual del sector.

### Una mirada al medio plazo

Desde una perspectiva de medio plazo, la economía española afrontará el potencial agotamiento de algunos de sus soportes de estos años. En lo que se refiere al mercado laboral, la moderación salarial y la participación femenina parecen estar encontrando ciertos límites. También la elevada rentabilidad de las empresas se ha dado en un contexto de bajos crecimientos salariales y gastos financieros contenidos, cuyo recorrido adicional se está agotando. Además, en un contexto fuertemente competitivo a nivel global, es precisa una creciente especialización en servicios.

### Leves repuntes salariales

En efecto, el elemento que ha resultado determinante en la duradera e intensa expansión de la economía española de los últimos años es el comportamiento de los costes salariales, con crecimientos nominales históricamente moderados e inferiores a la inflación durante varios años. Ello ha sido resultado de la combinación de tres factores: el clima de concertación entre empresarios y sindicatos, las reformas legales realizadas en el mercado de trabajo y el aumento de la oferta de trabajo por la incorporación de la mujer al mercado laboral y por la llegada de inmigrantes. Sin embargo, en los últimos trimestres se están abriendo algunos interrogantes en este entorno. El primero es que se están registrando repuntes en los salarios hasta niveles no alcanzados en los últimos cinco años. Una vez analizados distintos indicadores de tensiones en el mercado laboral, encontramos evidencia mixta sobre si la capacidad de la oferta de empleo para atender a la demanda es todavía suficiente. Si bien es cierto que las estimaciones realizadas del nivel de paro no acelerador de la inflación parecen estar cayendo a ritmos similares a los del paro registrado, el nivel absoluto de la tasa de paro se encuentra, sobre todo en algunas CC.AA. y ocupaciones, en niveles objetivamente muy reducidos.

### Alta participación femenina

El segundo interrogante está ligado a las perspectivas para las tasas de actividad femenina. La incorporación de las mujeres al mercado laboral ha alcanzado ya niveles relativamente elevados para los grupos de edad más jóvenes y con mayor nivel de formación, lo que dificulta la movilización de recursos adicionales para el mercado de trabajo. Ello podría volver a poner el foco de atención en la capacidad del mercado de trabajo español, para ajustar la remuneración del trabajo al crecimiento de su productividad en un entorno de menores crecimientos de la oferta.

### El reto sigue siendo la productividad

El entorno de beneficios empresariales, que se han mantenido en niveles relativamente elevados en los últimos años se ha traducido en una rentabilidad empresarial también elevada. Ello constituye uno de los soportes claves de la economía, pero también supone un contraste cuando se pone en relación con el crecimiento de la productividad, algo que nos diferencia además de otros países europeos. La rentabilidad empresarial depende directamente del nivel de la brecha entre productividad y salario por trabajador e inversamente del saldo de gastos financieros y amortizaciones. Cuando se hace una comparación internacional, resulta que la mejoría de la rentabilidad de las empresas españolas respecto a las de países como Alemania, Francia e Italia se ha basado en una combinación de un mejor comportamiento relativo de la brecha entre productividad y salarios y de una sostenida mejor evolución de gastos financieros y amortizaciones. Es por ello que un cambio en la evolución salarial o en el comportamiento de los gastos financieros se convierte en uno de los factores de incertidumbre sobre la actividad en España y alerta sobre la necesidad de aumentar la productividad empresarial.

### Especialización en la venta exterior de servicios

La mejoría en la posición relativa internacional de la rentabilidad de las empresas españolas resulta coherente con una evolución también favorable de la competitividad de la economía española, como reflejan las cuotas sobre el total de comercio mundial de bienes y servicios. Sin embargo, estas cuotas han dejado de mejorar en los últimos tres años en un entorno de creciente competencia de otros países y, en particular, de los denominados "países de la ampliación" europea. Se trata de las economías del Centro y del Este de Europa, que culminaron en mayo de 2004 el proceso de integración en la Unión Europea. En este sentido, existe potencial de crecimiento de las transacciones comerciales españolas con los nuevos miembros de la UE, aunque parece a priori ciertamente limitado dada la creciente similitud de sus estructuras industriales y comerciales con las de España en una situación en la que además nuestro país tiene mayores precios relativos.

Sin embargo, la economía española tiene una exposición a la demanda externa cada vez más ligada a la venta de servicios, tanto los tradicionales turísticos como otros servicios de mercado ligados a actividades empresariales. En esta publicación se ilustra el elevado dinamismo de estos mercados de servicios a nivel global, tanto de turismo como de servicios empresariales. El análisis realizado sobre la venta al exterior de servicios muestra cómo la situación de la economía española es más favorable que en el caso de los bienes, con cuotas sobre el comercio mundial crecientes y con una especialización exportadora que hace que nuestra economía esté convergiendo hacia la de los países más desarrollados.

### En conclusión

En definitiva, el ciclo expansivo de la economía española se esta soportando en unas empresas muy dinámicas en inversión y que están aprovechando la situación cíclica externa. Pero para que esto continúe hacia adelante es necesario crear un entorno favorable al desarrollo de su actividad. Ello es clave si la moderación de costes salariales y financieros no sigue soportando el proceso de crecimiento como ha ocurrido hasta ahora.

## 2. Una expansión europea muy oportuna para España

El notable dinamismo de la economía sigue sorprendiendo de forma positiva, apoyado en el crecimiento europeo y en una desaceleración del consumo menos intensa de lo estimado inicialmente

El crecimiento registrado por la economía española en 2006 (3,9%) fue el más elevado desde 2000 y un punto superior a la media de los últimos 30 años. Además, el aumento del PIB superó las expectativas vigentes a comienzos de año (3,1% previsto a principios de 2006 tanto por el SEE-BBVA, como por el panel de previsiones de *Consensus Forecast*). La expansión de la demanda externa de la economía española, en particular la procedente de la economía europea, mucho más intensa de lo previsto inicialmente, y un tono del gasto de los hogares también algo más sostenido de lo esperado, son los factores que están detrás del elevado dinamismo español. De hecho, en el primer trimestre de 2007 el crecimiento fue del 4,1% anual, una décima más que en el cuarto trimestre de 2006. Con todo, en la economía española se mantiene el perfil de los últimos años de suave aceleración que podría estar próxima a finalizar.

La demanda nacional se ha mantenido más próxima de lo esperado a las elevadas tasas alcanzadas en los dos años anteriores, ralentizándose la corrección que se venía esperando en este agregado. Por su parte, la contribución negativa del sector exterior se redujo en 2006 hasta un punto porcentual dado el tirón registrado en las exportaciones. No obstante, los saldos exteriores como porcentaje del PIB continúan deteriorándose, tanto en el caso de la balanza comercial (hasta el 9,2% del PIB) como en el de la cuenta corriente (hasta el 8,8% del PIB en 2006). Como resultado de todo ello, ha continuado el buen ritmo de creación de empleo (3,1% en términos de Contabilidad Nacional), situándose la tasa de desempleo en el 8,5% de la población activa, la más baja de los últimos 29 años.

En 2007 y 2008 continuará el período de sostenida expansión actual, aunque a tasas algo menores de lo registrado hasta ahora. El pulso del ciclo de negocios se mantendrá fuerte especialmente en la primera mitad de 2007, tal y como refleja el Indicador de Actividad BBVA<sup>1</sup>. La

<sup>1</sup> Para una descripción del indicador véase Situación España, marzo 2003.

**Cuadro 2.1. España, PIB Base 2000**

tasas a/a	1tr05	2tr05	3tr05	4tr05	1tr06	2tr06	3tr06	4tr06	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	2005	2006	2007	2008
Consumo hogares	4,4	4,4	4,1	3,8	3,7	3,6	3,6	3,7	3,5	3,3	3,1	3,0	4,2	3,7	3,3	2,9
Consumo AA.PP.	5,5	4,3	4,5	4,9	4,3	4,4	4,2	4,9	5,2	4,2	4,0	3,6	4,8	4,4	4,3	4,1
FBCF	6,8	7,4	7,1	6,6	6,3	6,2	6,5	6,6	6,6	6,1	5,4	4,5	7,0	6,4	5,7	4,2
Equipo y Otros	8,0	9,1	8,3	8,1	7,1	6,8	7,0	7,7	8,5	8,4	7,5	6,4	8,4	7,2	7,7	6,1
Equipo	9,0	9,6	8,2	8,5	8,5	9,0	9,5	11,2	12,1	11,9	10,0	7,8	8,8	9,5	10,4	6,7
Otros Productos	6,5	8,2	8,5	7,6	4,9	3,3	3,1	1,8	2,5	2,6	3,2	3,8	7,7	3,3	3,0	5,0
Construcción	6,0	6,2	6,2	5,6	5,7	5,7	6,1	5,7	5,6	4,3	3,5	2,8	6,0	5,8	4,1	2,4
Vivienda	5,7	5,7	6,8	5,0	7,2	6,6	6,7	5,0	4,8	4,0	3,5	3,0	5,8	6,4	3,8	1,0
Resto	6,3	6,6	5,7	6,2	4,2	4,9	5,6	6,4	6,5	4,5	3,5	2,7	6,2	5,3	4,3	3,7
Var. existencias (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	5,4	5,3	5,2	5,0	4,8	4,8	4,8	4,9	4,8	4,6	4,2	3,9	5,2	4,8	4,4	3,8
Exportaciones	-0,8	1,8	2,5	2,3	9,5	4,9	3,4	7,3	4,2	4,9	5,1	5,6	1,5	6,3	4,9	4,9
Bienes	-2,1	2,4	0,1	-0,3	11,5	3,4	2,7	5,3	3,7	4,7	5,2	5,6	0,0	5,7	4,8	5,0
Importaciones	5,9	7,7	7,7	6,6	11,6	7,3	6,1	8,8	5,6	5,6	5,3	5,0	7,0	8,4	5,4	5,5
Bienes	6,9	7,8	6,6	5,0	9,8	6,7	7,0	8,6	5,9	5,7	5,5	5,3	6,6	8,0	5,6	5,5
Saldo exterior (*)	-2,0	-1,8	-1,6	-1,4	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	-1,7	-1,0	-0,6	-0,7
PIB pm	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	4,0	4,1	3,9	3,7	3,5	3,5	3,9	3,8	3,1
Pro-memoria, Hogares																
Renta disponible real													3,2	2,9	3,9	2,8
Renta disponible nominal													6,5	6,5	6,5	5,5
Tasa de ahorro (% renta)													10,6	10,1	10,7	10,5

(\*) contribuciones al crecimiento  
Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 2.1.

Contribuciones al crecimiento del PIB

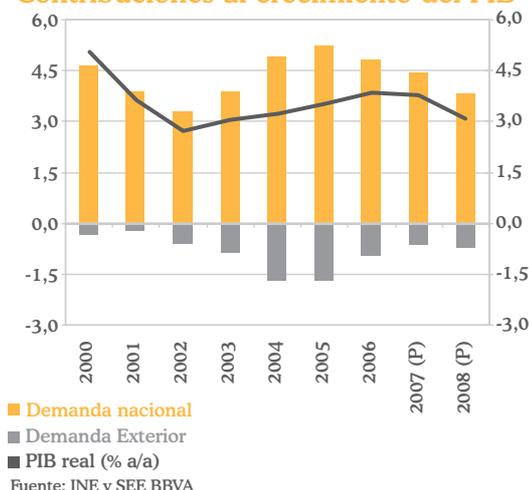
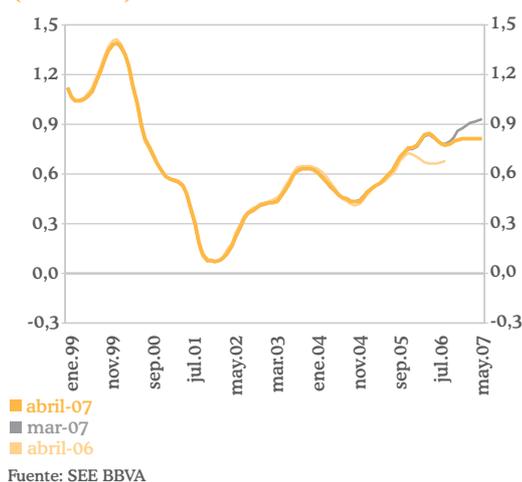
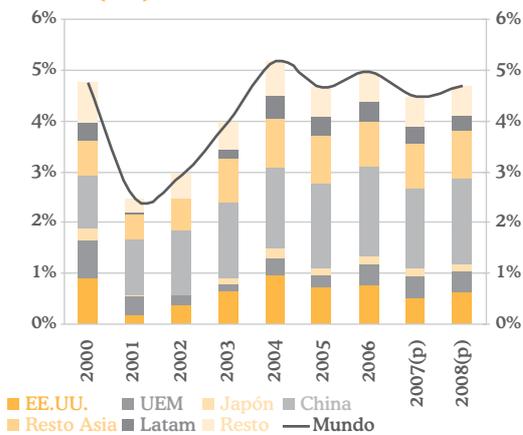


Gráfico 2.2.

Indicador de Actividad BBVA España (suavizado)

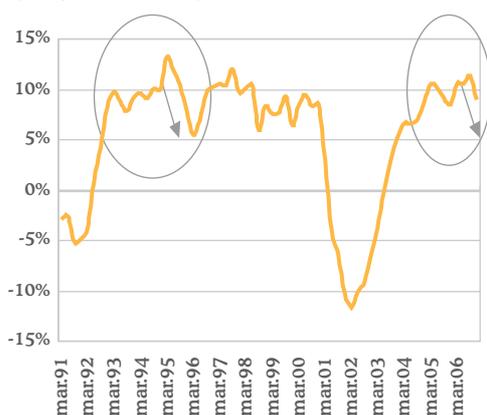


**Gráfico 2.3.**  
**Crecimiento mundial y contibución por áreas (a/a)**



Fuente: SEE BBVA

**Gráfico 2.4.**  
**Inversión no residencial en EE.UU. (real, %var. anual)**



Fuente: SEE BBVA

moderación prevista en la evolución del indicador con los datos cerrados en abril, frente al cerrado en el mes anterior, aporta señales adicionales sobre una posible finalización de la suave aceleración de la economía española.

Con todo, se espera que el crecimiento económico se modere hasta alcanzar unas tasas del 3,8 y 3,1% en 2007 y 2008, respectivamente. En ese escenario continuará la tendencia reciente a re-equilibrar las contribuciones de la demanda nacional y la demanda exterior. El gasto de los hogares en consumo e inversión residencial moderará sus tasas de crecimiento, mientras que la inversión en bienes de equipo, seguirá comportándose de una forma especialmente dinámica a lo largo de 2007. Por su parte, las perspectivas sobre el empleo continúan siendo favorables, si bien disminuirá el alto ritmo de creación de puestos de trabajo de 2006, hasta tasas de variación anual en 2007 y 2008 de 2,7 y 2,5%, respectivamente. Ello favorecerá la caída de la tasa de paro, hasta el 7,9% en 2007 y el 7,6% en 2008, y seguirá siendo el soporte fundamental de la evolución de la renta disponible de los hogares. En este sentido, su sostenido crecimiento real y la desaceleración del gasto en consumo en un entorno de tipos de interés más altos, permitirán que la tasa de ahorro de las familias repunte en 2007 y 2008 hasta el 10,7% y 10,5% de la renta de los hogares, respectivamente.

En la evolución reciente y perspectivas inmediatas de las variables del cuadro macroeconómico español, está sorprendiendo la robustez del consumo, de la inversión en equipo y de las exportaciones, agregados que están detrás del crecimiento del PIB en 2006. Por lo que respecta a la inversión y las exportaciones, un elemento común de impulso es el elevado dinamismo de la demanda externa, que está siendo más intenso y duradero de lo previsto hace un año. Además, este comportamiento se está dando en un momento muy oportuno para la economía española, al compensar la ralentización del gasto en inversión en vivienda y la desaceleración del gasto en consumo.

### Continúa la expansión a nivel global, que sigue sustentada sobre una amplia base geográfica y el protagonismo de los países emergentes

Durante 2007 la actividad económica mundial mantendrá el notable dinamismo alcanzado en 2006, aunque su crecimiento se moderará levemente. Actualmente, la economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, expandiéndose por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0%. Sin embargo, lo más característico de este ciclo es la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. Así, los principales contribuidores seguirán siendo los países emergentes, con Asia y, especialmente, China, como actores protagonistas. En cuanto a los países desarrollados, la zona euro sigue acumulando sorpresas positivas en actividad y las expectativas de crecimiento, ya por encima del potencial, se ubican en el 2,7%.

Sin embargo, es EE.UU. donde recaen las mayores incertidumbres. A la preocupación en torno al ajuste del sector inmobiliario, agudizada con las incertidumbres procedentes del mercado *sub-prime* (el segmento de mayor riesgo del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. En relación al primer aspecto, cabe decir que el riesgo es un potencial impacto en el consumo privado y un contagio hacia el mercado financiero en general (restricción crediticia) que termine impactando de forma negativa sobre la economía real. No obstante, la baja importancia relativa del *sub-prime* en el mercado del crédito hipotecario (7%), la creciente

diversificación de los riesgos y el crecimiento de la renta que contribuye al mantenimiento de la solvencia de las familias, acotan ese riesgo de contagio al resto de la economía. En cuanto al segundo, cabe señalar que el riesgo de mayor relevancia en la actualidad sería que la desaceleración de la inversión no residencial en la economía norteamericana fuera consecuencia de un deterioro significativo de las expectativas empresariales, que causara un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una fuerte desaceleración del consumo, actualmente los soportes principales de la economía estadounidense. Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un ajuste suave a mitad de ciclo. Por tanto, las previsiones apuntan a que la economía de EE.UU. recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (2,3%), que posteriormente tenderá hacia su potencial en 2008 (2,8%).

### Europa sigue sorprendiendo por su dinamismo, cada vez más apoyado en la demanda interna, lo que impulsa la actividad en España

Europa es una de las áreas con una de las mayores sorpresas positivas en crecimiento. El sólido crecimiento de la UEM en 2006 (2,8%) continúa en los primeros meses de 2007 en un marco de demanda interna elevada, aumento del empleo y con señales de recuperación de la productividad. De esta forma, en el conjunto de 2007 se espera que se aproxime a la tasa de crecimiento de 2006, mejorando las perspectivas vigentes hasta ahora. Este entorno exterior tan positivo tiene dos canales de impacto en la economía española. La vía más directa es el canal comercial, esto es, el aumento de la actividad exportadora de bienes y servicios, especialmente de los de mayor importancia relativa para la economía española, los turísticos. Pero un segundo canal es el de las expectativas de los agentes económicos, especialmente de las empresas, que toman sus decisiones de inversión tomando en consideración de modo creciente las perspectivas de actividad y demanda exterior.

El impacto que el dinamismo del entorno UEM ha tenido en la economía española no es sino el reflejo de la creciente importancia que el ciclo europeo tiene sobre la demanda doméstica; es decir, es reflejo de la elevada sincronía cíclica de España con Europa. Centrando el análisis en las exportaciones y en la inversión en equipo, los componentes del gasto más expuestos a la demanda externa, el cambio registrado en las ventas al exterior de bienes y servicios es muy significativo. En el periodo que va de 1986 a 1992 (desde la entrada en la CEE a la entrada en vigor del Mercado Único), existía una correlación negativa entre las exportaciones y la demanda externa europea medida a través del crecimiento de la UEM. Las exportaciones, relativamente poco importantes (su peso sobre el PIB era del 15%, 14 puntos menos que en 2006) eran un componente "marginal" de la demanda. Tras el ajuste de tipos de cambio originado por la crisis del SME en 1992 y la entrada en vigor del Mercado Único, las exportaciones recibieron un fuerte impulso que las han llevado a tener una correlación positiva (0,93) con el crecimiento del PIB de la UEM en el período 1999-2006<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Además, en 1999-2006 las exportaciones españolas evolucionan contemporáneamente con el PIB europeo, a diferencia de lo que ocurría en los dos primeros periodos del análisis. En ellos, la relación lineal más intensa con el PIB europeo se obtiene al retrasar las exportaciones españolas uno o dos trimestres.

Gráfico 2.5.

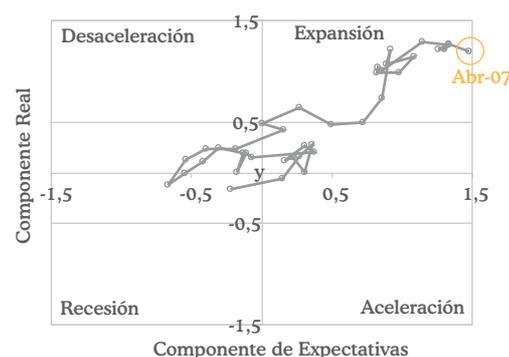
### Evolución de la previsión del crecimiento UEM



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Gráfico 2.6.

### Indicador de actividad BBVA en la UEM



Fuente: SEE BBVA

### Cuadro 2.2. Correlaciones contemporáneas entre la actividad en España y la UEM (frecuencia anual)

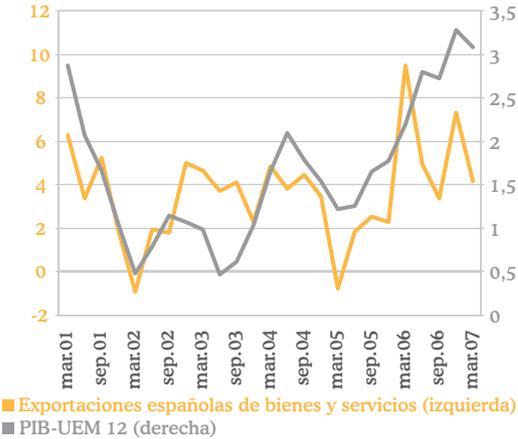
Períodos	PIB España- PIB UEM	Exportaciones España-PIB UEM
1986-2006	0,80	0,06
1986-1992	0,74	-0,59
1993-1998	0,91	0,47
1999-2006	0,94	0,93

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 2.7.

Exportaciones españolas y ciclo europeo

(a/a)

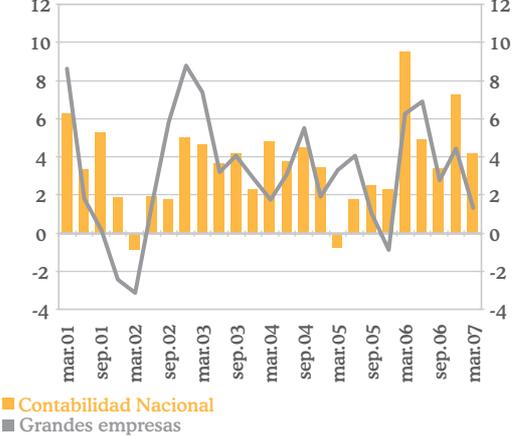


Fuente: INE y SEE BBVA

Gráfico 2.8.

Exportaciones de bienes y servicios

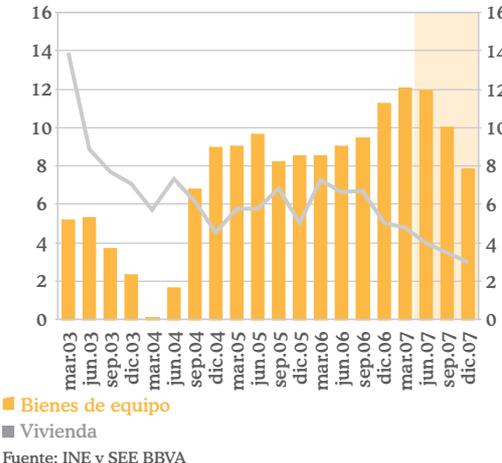
(a/a)



Fuente: INE y AEAT

Gráfico 2.9.

Componentes de la Formación Bruta de Capital Fijo (a/a)



Fuente: INE y SEE BBVA

En definitiva, en ese contexto de dinamismo, 2006 fue un buen año para las exportaciones españolas, con un crecimiento del 6,3% en volumen, el más elevado desde 2000. Este buen comportamiento ha contribuido de una forma sustancial al aumento en la tasa de crecimiento económico observada de 2006 respecto a la prevista un año antes, cuando se esperaba una evolución de la economía de la Zona Euro más moderada. En el recuadro anexo, *Impacto de la demanda agregada europea sobre la economía española*, se estima en qué medida la mejor evolución europea ha repercutido sobre el crecimiento español.

En 2007 continuará la reducción de la contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB, desde el punto porcentual en 2006 hasta los -0,6 puntos. Esto es el resultado de una desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones (algo menos intensa en las primeras), hasta alcanzar tasas de crecimiento de 4,9% y 5,4%, respectivamente. En 2008 estas tasas se mantendrán en el mismo entorno (4,9 y 5,5%, respectivamente). Esta evolución se basa, por una parte, en la paulatina desaceleración de la actividad económica española, lo que contribuirá a frenar las importaciones. Por otra parte, los datos del primer trimestre de 2007 permiten avanzar que el comportamiento de la economía europea será muy dinámico y muy próximo al obtenido en 2006, sosteniendo la actividad exportadora española.

Por tanto, las previsiones pasan por considerar que la situación observada en el primer trimestre en algunos indicadores (como los datos de Aduanas o las declaraciones fiscales de las grandes empresas, y que la Contabilidad Nacional del primer trimestre posteriormente confirmó), que fueron mostrando a lo largo del trimestre una importante desaceleración tanto en importaciones como en exportaciones, es una separación temporal de la tendencia, y que a partir del nivel alcanzado en el primer trimestre las exportaciones tenderán a aumentar, al tiempo que las importaciones se moderarán paulatinamente. Como resultado se mantienen las perspectivas de reducir la contribución negativa del sector exterior.

La inversión en equipo eleva su ritmo de crecimiento apoyada en las expectativas de actividad exterior y en los beneficios empresariales

La formación bruta de capital fijo ha mantenido un muy buen tono en 2006 (un 6,4% de crecimiento anual, desde el 7,0% de 2005). De hecho, el perfil trimestral muestra una ligera aceleración en la parte final del año, de la que es responsable, como señalamos anteriormente, el componente de inversión en equipo, que ha continuado acelerando sus tasas de crecimiento de forma muy relevante desde finales de 2005, compensando parcialmente la evolución menos expansiva del resto de componentes. El impacto de un entorno financiero más restrictivo parece limitado por el dinamismo de la actividad exportadora y la fortaleza de la demanda nacional. Estos elementos quedan reflejados en la buena marcha que algunos indicadores de inversión han venido mostrando. La producción industrial de bienes de equipo, que venía aumentando sus tasas de crecimiento de una forma sostenida desde 2005, parece ralentizar sus tasas desde finales de 2006, si bien puede existir una cierta sustitución entre producción nacional y exterior de los bienes de equipo, dado el repunte importante en las importaciones de este tipo de bienes.

Así, con unas expectativas empresariales elevadas, las previsiones apuntan a que, como muestran los indicadores de confianza, un entorno cíclico expansivo y unas condiciones financieras relativamente laxas, el componente de bienes de equipo sólo moderará su tasa de crecimiento a final de año. Además en promedio anual, su crecimiento será incluso superior al obtenido en 2006.

Es especialmente destacable la positiva situación del sector empresarial, con crecimientos de los beneficios recurrentes, que de acuerdo a la Central de Balances del Banco de España fueron en 2006 del 5,1%. Ello permitió que la rentabilidad del conjunto de sectores no financieros se mantenga en el entorno del 14%.

### En un entorno cíclico expansivo, la inflación tendrá un sesgo al alza en 2008

Los primeros meses de 2007 están trayendo una reducción considerable del diferencial de inflación con la UEM, que desde los 1,3 puntos porcentuales de media de 2006, se ha situado en abril en 0,6 en términos de IPC armonizado. Lo cierto es que desde principios de año se esperaba que la inflación española continuara con su tendencia de descenso, de forma que a mitad de año pudiera llegar a situarse por debajo del 2%, para repuntar a continuación. Finalmente, aunque continúa esperándose una reducción significativa desde el 3,5% anual de 2006, el comportamiento peor de lo esperado en los meses centrales del primer semestre de 2007 parece alejar la posibilidad de que a final de año la inflación pudiera aproximarse en media al 2,3%. Ahora se espera que la inflación se sitúe en 2007 en el 2,5% en promedio y, al final del año, cerca del 3%.

Durante los cuatro primeros meses de 2007 la inflación general se estabilizó en el 2,4% interanual de principios de año, un nivel ligeramente inferior al observado en el cuarto trimestre de 2006. Esta evolución reciente de la inflación viene explicada por el buen comportamiento en los precios de los bienes industriales no energéticos (con un crecimiento anual medio en los cuatro primeros meses de sólo un 1%) y la energía (con un descenso del -1,2%). No obstante, el descenso de la energía se debe en parte al efecto base del fuerte incremento sufrido en los mismos meses de 2006. Al final de 2007 los precios de la energía volverán a sumar, en lugar de restar, décimas a la inflación española. Si las tensiones geo-políticas llevaran a un incumplimiento del escenario sobre el petróleo (una tendencia continua de caída de su precio hasta los 58 dólares por barril a final de año), el impacto alcista podría ser superior.

Con todo, la inflación continuará desacelerándose lentamente hasta mitad de año (hasta alcanzar una tasa interanual mínima en el entorno del 2,2% en verano), para repuntar en el segundo semestre de 2007 y en 2008. Las previsiones apuntan a una inflación que cerrará con un crecimiento medio anual en 2007 del 2,5%, un punto menos que en 2006, sustentada en el menor aumento de los precios energéticos y de las manufacturas industriales, que compensarían la aceleración en la inflación subyacente, medida a través de la variación del IPC tendencial BBVA, que se mantendrá en el 2,7% en 2007, la misma tasa que en 2006. Sin embargo, este indicador de presiones inflacionistas mantiene una deriva alcista desde 2004, cuando creció el 2,4%, coherente con el dinamismo de la demanda española.

Así, para 2008, al poner en relación la inflación con la presión de demanda incorporada en el escenario de previsión (aproximada por el *output gap*) y los costes de los insumos importados, las previsiones apuntarían a una aceleración de la inflación en 2008 hasta el 2,7%. En cuanto al diferencial de inflación con la UEM se reducirá notablemente en 2007 hasta los 0,5 puntos porcentuales, repuntando en 2008 hasta los 0,7. La reducción de 2007 se debe en parte al impacto que la subida del IVA alemán tiene sobre las cifras de inflación del conjunto de la UEM, en este año. Más allá de estas oscilaciones de corto plazo, su nivel promedio, inferior al de los últimos años resultaría coherente con la reducción del diferencial de crecimiento de España con la UEM.

Gráfico 2.10.

## Indicadores de inversión

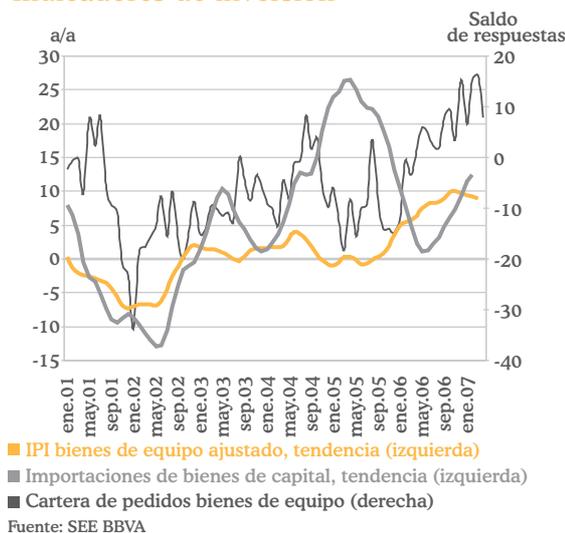


Gráfico 2.11.

## Inflación

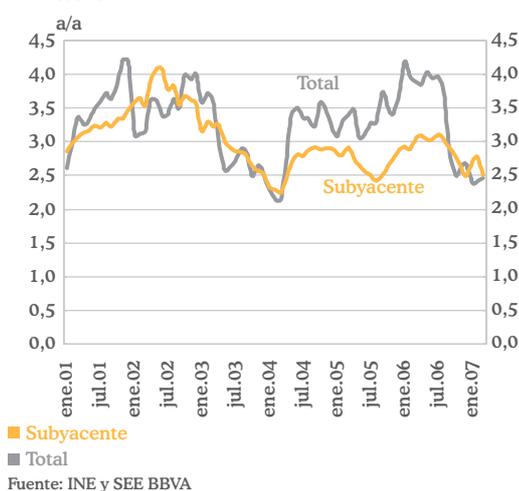
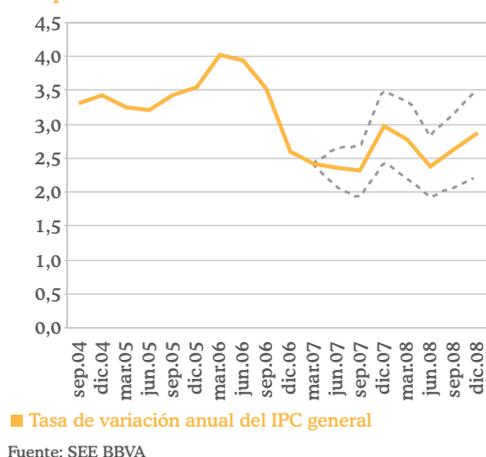


Gráfico 2.12.

## España, inflación

## Perspectivas



# Impacto de la demanda agregada europea sobre la economía española

El Producto Interior Bruto (PIB) de España creció un 4,1% interanual en el primer trimestre del año, la tasa más elevada de los últimos cinco años y ligeramente superior a lo previsto. Esta sorpresa en el crecimiento español tiene su origen en el comportamiento de la demanda externa, y más específicamente en la inesperada aceleración del crecimiento económico de la UEM. Con el objetivo de analizar en detalle este tipo de situaciones, se ha desarrollado un modelo macroeconómico que recoge los principales mecanismos de transmisión e interacción entre ambas economías.<sup>1</sup> En esencia se representan mediante una serie de ecuaciones las relaciones dinámicas entre el PIB real, la inflación y los tipos de interés.

A continuación se presenta (gráfico anexo) una estimación de la magnitud del impacto que choques (incrementos inesperados) de la demanda agregada de la UEM producen sobre la economía española. Como puede observarse, el impacto inmediato (en el mismo trimestre) de un aumento no esperado de un 1% en la demanda agregada del conjunto de la UEM genera incrementos de 0,9 y 0,2 puntos porcentuales en la tasas de crecimiento trimestral del PIB y del IPC en la UEM. A su vez, estos impactos dan lugar a incrementos de 0,7 puntos porcentuales en el crecimiento y de 0,1 en la inflación trimestral de la economía española.

No obstante, como bien muestra el gráfico, este incremento de las tasas de crecimiento e inflación trimestrales de la UEM y de España (con respecto a lo previsto antes del choque), es transitorio aunque muy persistente. Esto es, el impacto inicial del choque sobre las tasas de crecimiento e inflación trimestral se disipa lentamente hasta desaparecer completamente en el "largo plazo" (no antes de 8 trimestres), cuando volverían a imperar las tasas previstas antes del choque.

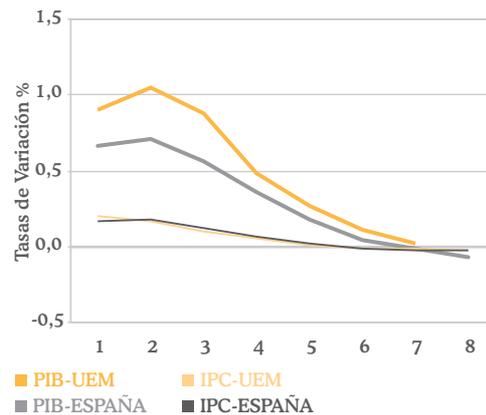
En términos comparativos, se observa que la respuesta del PIB real es más inmediata en la economía española que en la UEM, donde el impacto máximo se alcanza dos trimestres después de que se produce el choque de demanda. Por lo que respecta a la respuesta de la tasa de inflación, la dinámica es similar en ambas economías, aunque la mag-

nitud es levemente mayor en el caso de la economía española. Este resultado es consistente con estudios recientes que indican un mayor nivel de rigidez en la fijación de precios en la economía española en relación con la media del conjunto de países de la UEM

De esta manera, se puede concluir que la sorpresa de crecimiento registrada en la UEM en 2006, con un crecimiento finalmente registrado del 2,8%, 0,6 puntos más de lo esperado hace un año, ha tenido un impacto al alza en el crecimiento español de ese año de aproximadamente 0,4 puntos porcentuales. Estos resultados deben, no obstante, tomarse con cierta cautela, puesto que asumen que el crecimiento de la economía es debido únicamente a factores de demanda, no considerándose posibles efectos por el lado de la oferta, como por ejemplo una cierta contención en los márgenes empresariales en un contexto más competitivo.

Figura 1.

## Respuesta a un shock de demanda en la UEM (Shock Unitario %)



Fuente: SEE BBVA

<sup>1</sup> El modelo se puede sintetizar en cinco ecuaciones básicas: dos ecuaciones de oferta, una para la UEM y otra para España, dos ecuaciones de demanda y una ecuación de tipos de interés. El modelo utilizado está inspirado en el trabajo de Galí y Monacelli (2006): "Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Currency Union".

### 3. Hogares: desaceleración del consumo y ajuste gradual en la demanda de vivienda

#### La desaceleración del gasto de los hogares se frena más en servicios que en bienes

El crecimiento real del gasto en consumo durante 2006 fue del 3,7%. En su perfil trimestral, la tasa de crecimiento se mantuvo muy estable a lo largo de todo el año, lo que muestra que la desaceleración que se observaba en el consumo desde mediados de 2005 quedó frenada en 2006, provocando ligeras revisiones al alza en su evolución prevista. Si incluimos el primero de 2007, ya son 14 los trimestres en los que el consumo ha crecido por encima del 3% anual.

Sin embargo, la evolución reciente de algunos indicadores ha venido mostrando signos sobre el fin de esa estabilidad en el crecimiento del consumo, y así lo ha corroborado el dato del primer trimestre de 2007, con una desaceleración del consumo hasta el 3,5%. No obstante, la evidencia sobre su senda actual y futura es mixta. Así, la caída observada en el índice de confianza de los consumidores desde principios de 2005 continúa corrigiéndose con fuerza desde el tercer trimestre de 2006, destacando la mejora de las expectativas sobre la situación económica general. De igual forma, el índice de ventas minoristas recoge tasas de crecimiento interanual que en términos de volumen están muy próximas a los máximos alcanzados en la actual fase cíclica a mediados de 1998. Sin embargo, en este indicador se observa un comportamiento heterogéneo por componentes, ya que es el consumo no duradero el que se está mostrando especialmente dinámico en términos reales (apoyado por una desaceleración de los precios, que han pasado del 4,5% en julio de 2006 a una tasa media del 3,3% para el primer trimestre de 2007), compensando la ralentización desde mediados de 2006 de otros componentes como el equipamiento del hogar y personal.

Una conclusión semejante se alcanza al analizar distintos indicadores del gasto de los hogares en el sector servicios, con indicadores que parecen apuntar una ralentización en sus tasas de crecimiento, junto con señales de dinamismo en otros. Así, mientras que las pernoctaciones hoteleras se mantienen en la senda de desaceleración iniciada a mediados de 2005, el número de pasajeros transportados en avión registra sostenidos crecimientos cercanos al 7%.

Hay que destacar finalmente el comportamiento de las matriculaciones de automóviles en los últimos meses, con caídas que han situado la variación acumulada hasta abril en el -2,0% respecto al período de enero-abril de 2006. Tras tres años de continuados récords en las matriculaciones de turismos, el fin de la mejora de la accesibilidad financiera al automóvil, por la subida que están registrando los tipos de interés, está frenando su demanda. Las perspectivas apuntan a que las matriculaciones mantendrán en los próximos trimestres una evolución similar a la de comienzos de año.

#### El consumo continuará sustentado por el crecimiento de la renta y, en menor medida, de la riqueza

Como puede observarse en el gráfico adjunto, que recoge las contribuciones estimadas de cada factor a la variación experimentada por el consumo, en 2007 y 2008 será la renta familiar el factor en el que fundamentalmente se apoye la evolución del consumo. Este factor ha ganado peso relativo en los últimos años frente a la riqueza familiar, que contribuía de forma más relevante en los últimos años de la década de 1990. La renta real de las familias ha seguido un proceso de crecimiento sostenido en los últimos años, si bien se ha observado una senda de

Gráfico 3.1.

#### Evolución de las previsiones en consumo



Gráfico 3.2.

#### Indicadores de consumo

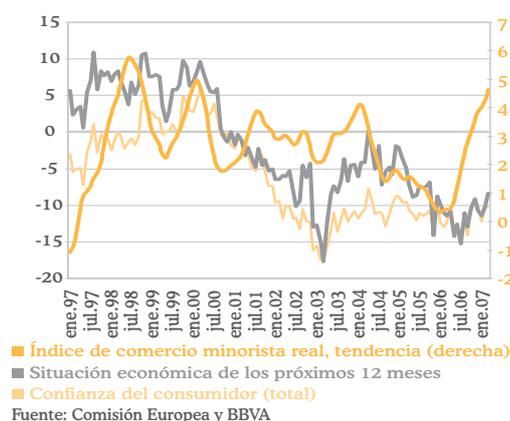


Gráfico 3.3.

#### Indicadores de gasto de hogares en servicios

(variación a/a, tendencia)

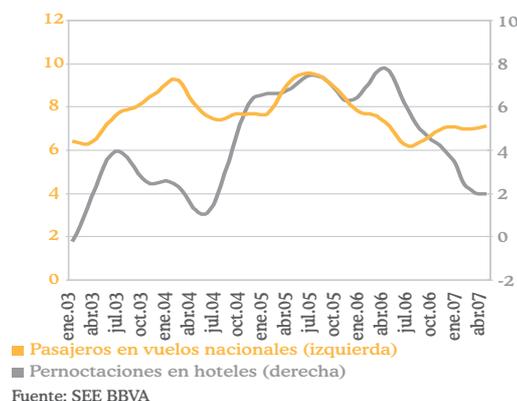


Gráfico 3.4.

#### Contribuciones al crecimiento del consumo de los hogares

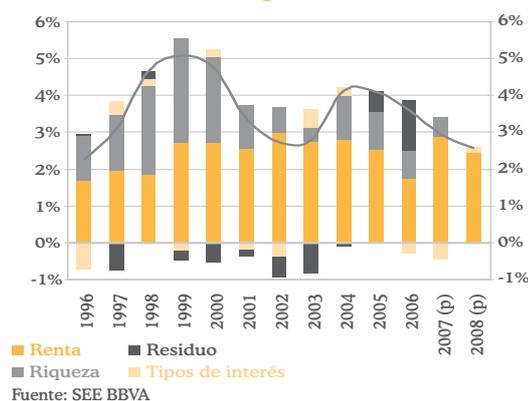
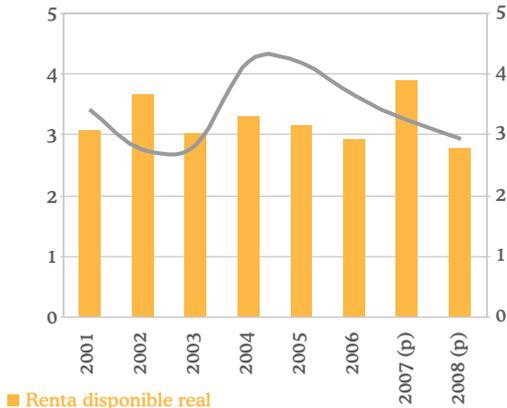


Gráfico 3.5.

**Renta real y consumo de los hogares (% a/a)**

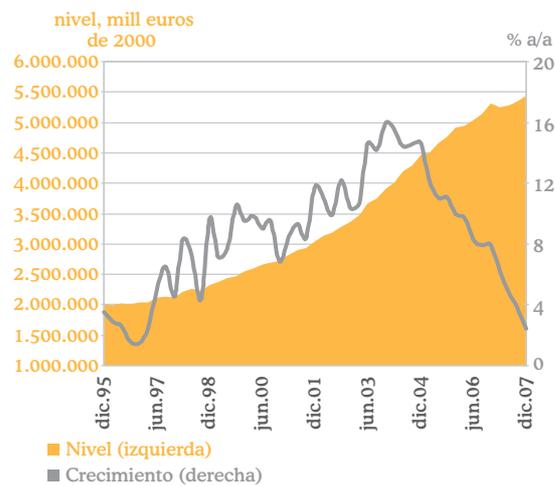


■ Renta disponible real  
■ Consumo

Fuente: INE y previsiones SEE BBVA

Gráfico 3.6.

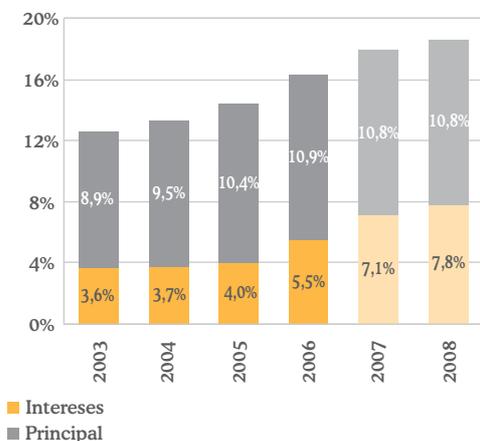
**Riqueza real en manos de los hogares**



Fuente: INE, Banco de España y SEE BBVA

Gráfico 3.7.

**La carga financiera de las familias españolas**



Fuente: SEE BBVA

ligera desaceleración en esta variable desde 2004, hasta alcanzar la tasa del 2,9% de 2006. En 2007 se registrará el crecimiento real más elevado de la renta familiar de los últimos años, dado que al sostenido aumento del empleo se sumará el efecto de la reforma del IRPF, que podría añadir 0,3 puntos porcentuales a la renta de los hogares, y el descenso de la inflación. En lo que respecta al empleo, se mantienen unas perspectivas de crecimiento que, moderando sus tasas de los últimos ejercicios, todavía se mantendrá en niveles del 3,4 y 3,1% en 2007 y 2008 respectivamente (en términos de EPA). Por sectores, la industria compensará parcialmente la moderación prevista del empleo en construcción, dado el proceso de ajuste gradual en el que se encuentra el sector. Con todo, la evolución esperada de la renta y del consumo supondrá un aumento de la tasa de ahorro de los hogares desde el 10,1% de 2006 a tasas del 10,7% en 2007 y del 10,5% en 2008.

A pesar del crecimiento de la renta real previsto en 2007, será el menor crecimiento esperado de la riqueza de los hogares, junto al efecto de los tipos de interés, los factores que expliquen la desaceleración del consumo. El ajuste gradual del sector inmobiliario también está detrás de la moderación del efecto riqueza sobre el consumo. La tasa de crecimiento de la riqueza de los hogares, que durante los últimos años de la década de 1990 y primeros de 2000 sustentó gran parte de los crecimientos del consumo, continúa disminuyendo desde los máximos alcanzados en 2004, en línea con la moderación de los precios de la vivienda. Así, la riqueza total en manos de los hogares crecerá en 2007 y 2008 a las tasas más bajas de los últimos años.

Por lo que respecta a los tipos de interés, cabe decir que el endurecimiento previsto de las condiciones monetarias supondrá un desincentivo al endeudamiento para consumo, como refleja ya el freno en las matriculaciones de automóviles, y un incentivo para el ahorro financiero. La subida ya registrada de los tipos de interés, que está cerca de su tope previsto, generará una desaceleración más intensa del gasto conforme avance el año 2007 y 2008 dado el retardo de traslación de sus efectos a la carga financiera de los hogares sobre la renta disponible. A más largo plazo, cuando la subida de tipos de interés ya registrada afecte más intensamente a la carga financiera de los hogares y en un escenario en el que los crecimientos de la riqueza continúen moderándose, la desaceleración del consumo será más intensa. Por tanto, los tipos de interés volverán a tener una contribución negativa al crecimiento del gasto en consumo en 2007, tal y como ya ocurrió en 2006.

**El dinamismo del crédito contribuye al crecimiento del gasto en consumo por encima de sus fundamentos**

La fortaleza del consumo de los hogares en los últimos trimestres parece superar la senda marcada por su fundamento, las perspectivas de renta permanente de los hogares, aproximadas empíricamente por la renta disponible y el nivel de riqueza real en sus manos, así como por la evolución de los tipos de interés.<sup>1</sup> Como puede verse en el gráfico 3.4, el modelo se ajusta razonablemente bien a la variación observada de consumo hasta el año 2004. Sin embargo, ha tendido a infra-estimarlo en los dos últimos años y de una forma muy especial en 2006. De esta forma, una parte importante de 2005, y una muy sustancial de la variación de 2006, vendría explicada por un componente que no es en absoluto "residual". El mayor dinamismo del gasto respecto a las estimaciones coherentes con los fundamentos, especialmente en 2006, hace pensar que otros factores podrían estar sirviendo de soporte al gasto de los hogares. El año 2005 es clave en este sentido, por la disminución de la restricción de la liquidez de los hogares. Desde entonces, el

<sup>1</sup> Para una descripción del modelo empírico utilizado véase "Decisiones de gasto y crédito de los hogares españoles y tipos de interés" en Situación España, noviembre 2005.

consumo ha recurrido a la financiación de una forma algo más elevada. Como se observa en el gráfico adjunto, el peso del stock de crédito al consumo sobre la renta de las familias ha pasado del 11% como media del período 2000-2003 a un 14% de media en 2006, con una tendencia de aumento especialmente intensa desde mediados de 2004. Asimismo, la financiación nueva del gasto en consumo supone ya más del 9% del total del gasto, más de un punto porcentual de los ratios habituales hace dos años.

No obstante, caben dudas de que este factor pueda sostener en el futuro más cercanos crecimientos del consumo, en un escenario próximo donde la subida de tipos de interés encarecerá el consumo financiado con crédito, y así parece confirmarlo la estabilización en el porcentaje en los primeros meses de 2007. Con este escenario, las previsiones apuntan a un proceso paulatino de desaceleración en el crecimiento del gasto en consumo de los hogares, que llegará al 3% en tasa interanual a finales de 2007, con una media anual del 3,3% en 2007 y del 2,9% en 2008.

### Los aumentos en los tipos de interés reducen la demanda de vivienda

Donde sí se ha observado un impacto del endurecimiento de las condiciones financieras ha sido en la demanda residencial. Los tipos de interés hipotecarios acumulaban en marzo una subida de 171 puntos básicos desde su mínimo en agosto de 2005, situándose en el 5%. Esto, unido a la revalorización inmobiliaria experimentada en el último año, ha provocado un significativo descenso de las ratios de accesibilidad a la vivienda.

Así, la cuota que una familia media necesitaría pagar para adquirir una vivienda de mercado representaba en el primer trimestre de este año un 25% de su renta (teniendo en cuenta las deducciones fiscales), casi un 20% más que lo que representaba en el mismo periodo de 2006.

Esto se ha reflejado en la demanda residencial. Así, continuaron alargándose los periodos de venta y, como se observa en el gráfico 3.10, las transacciones de compra-venta de vivienda se estancaron a finales de 2006. Además, este menor pulso de la demanda es mucho más evidente cuando se analizan las transacciones de vivienda usada, que a finales de 2006 registraban una caída del 13% respecto al año anterior.

Asimismo, el freno de la demanda residencial se observa en la demanda de crédito a la adquisición de vivienda. El crecimiento del saldo se ha desacelerado 5 puntos porcentuales en el último año hasta crecer por debajo del 19% registrado en marzo. Pero la desaceleración es más evidente al examinar el crecimiento de las nuevas operaciones de este segmento del crédito, donde se ha experimentado en los primeros meses del año una caída del 7% respecto al año anterior.

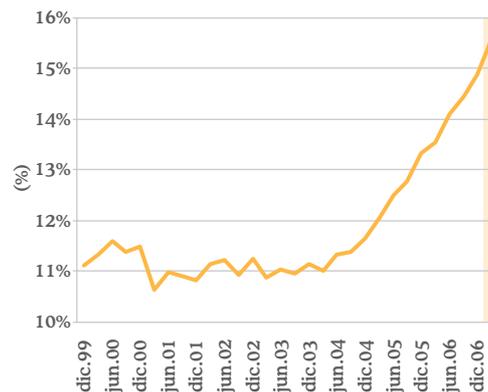
### El empleo como soporte que favorece la desaceleración gradual del mercado residencial

Los precios de la vivienda mantuvieron su senda de suave desaceleración y aumentaron un 7,2% interanual en el primer trimestre de 2007, una desaceleración de dos puntos porcentuales respecto al cierre de 2006.

Como muestra el gráfico 3.12, cuando se compara con los anteriores periodos de moderación del precio de la vivienda, se observa que esta desaceleración es la más suave de los últimos treinta años. Los tres periodos de desaceleración anteriores (a mediados y a finales de la

Gráfico 3.8.

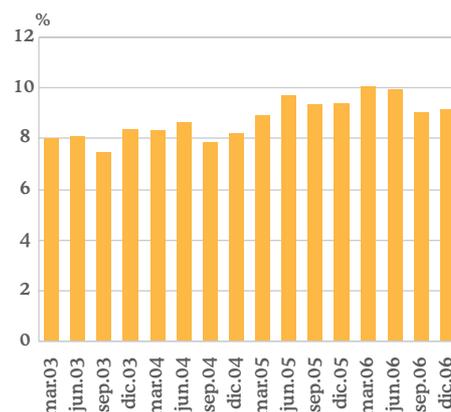
### Saldo de crédito al consumo sobre renta disponible de las familias



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 3.9.

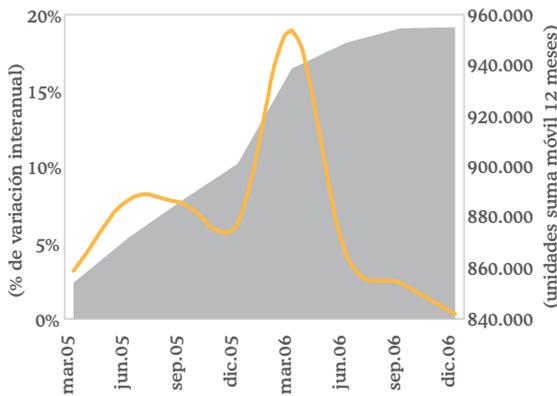
### Porcentaje de nuevas operaciones de consumo financiadas en España



Fuente: Banco de España e INE

Gráfico 3.10.

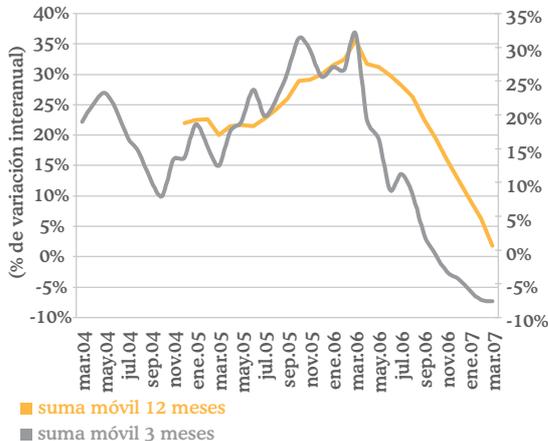
**Transacciones inmobiliarias en España**



Fuente: Ministerio de la Vivienda

Gráfico 3.11.

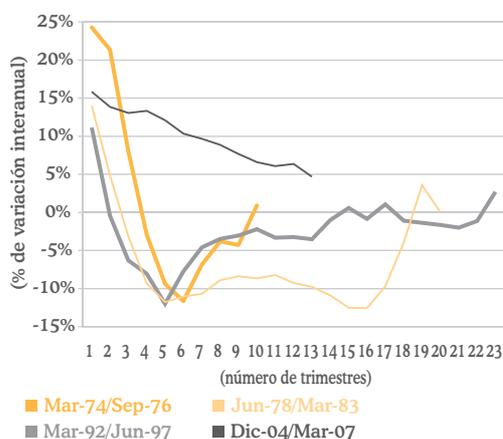
**Evolución de las nuevas operaciones de crédito a la adquisición de vivienda**



Fuente: BdE

Gráfico 3.12.

**Desaceleraciones del precio real de la vivienda en España desde el máximo**



Fuente: SEE BBVA

década de los setenta y a principios de la década de los noventa) fueron provocados por un fuerte deterioro de la economía general, que llevaron a una fuerte destrucción de empleo lo que agravó la situación del mercado inmobiliario.

Sin embargo, la actual desaceleración de los precios residenciales convive, como se ha comentado anteriormente, con una coyuntura económica muy favorable y con una intensa generación de empleo, lo que actúa como soporte en la desaceleración que está experimentando la demanda de vivienda.

Esto también ha ocurrido en los países desarrollados que han experimentado desaceleraciones en los precios de la vivienda. Si bien, en España, donde los factores demográficos han sido relativamente más expansivos, es donde la desaceleración está siendo más suave y gradual.

**Los indicadores de actividad residencial arrojan señales mixtas**

Ante este menor pulso de la demanda, contrasta el dinamismo de algunos indicadores de oferta como los visados de vivienda que, si bien han comenzado a moderarse, continúan registrando un crecimiento del 14%. Así, durante los últimos 12 meses, se visaron proyectos para un total de 909.000 viviendas (incluyendo rehabilitación). Como se observa en el gráfico 3.13, la brecha que se produjo entre demanda y actividad se estaría cerrando, por lo que cobra cada vez más relevancia que la oferta se acomode a las nuevas condiciones de mercado.

Otro indicador que continúa sorprendiendo por su dinamismo es el crédito a las empresas promotoras, que a finales de 2006 crecía a ritmos del 50%. Si bien con las estadísticas disponibles es difícil distinguir qué porcentaje de ese crédito se está destinando a promoción, especialmente en el último año en el que varias empresas de este sector han acometido fuertes inversiones tanto en otros sectores como en otros países, sería razonable que se empezara a ver un menor dinamismo en esta partida del crédito.

En este sentido, es importante destacar la última Encuesta sobre Préstamos bancarios que elabora el Banco de España donde se observa un ligero endurecimiento en las condiciones de oferta de crédito a empresas y se especifica, por primera vez desde que se elabora esta encuesta, que según los comentarios recibidos de las entidades esta elevación de estándares se está produciendo principalmente en los préstamos a las empresas relacionadas con el sector inmobiliario, lo que apuntaría a una moderación del crédito a este sector en los próximos meses.

Otro indicador que apuntaría a una mayor moderación de la actividad es el de días de trabajo asegurado en la construcción, que ha experimentado una notable desaceleración en los últimos dos meses.

**La desaceleración ordenada del mercado inmobiliario continuó, aunque la clave es que la oferta se vaya acomodando a la demanda**

El mercado inmobiliario mantendrá la senda de desaceleración tomada desde finales de 2003. A pesar de que los tipos hipotecarios recogen ya la mayor parte de las subidas previstas de tipos de interés de referencia, los indicadores de accesibilidad continuarán deteriorándose a lo largo del año 2007 para mantenerse estables en 2008. No obstante, la suave desaceleración prevista para la economía española mantendrá el menor pulso de la demanda residencial en el medio plazo.

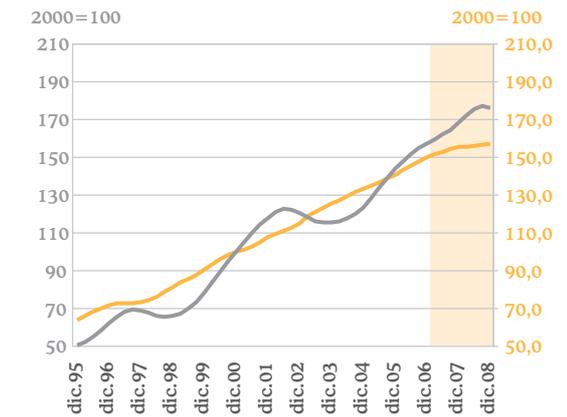
Aun así, la demanda residencial sigue contando con importantes soportes derivados principalmente de la evolución de los factores socio-demográficos así como de la demanda extranjera, que a principios de este año ha experimentado una notable mejoría.

Finalmente, para que la desaceleración inmobiliaria continúe siendo ordenada, es clave que la oferta se acomode a las nuevas condiciones de demanda y se moderen de manera notable los niveles de producción actuales.

Gráfico 3.13.

### Vivienda: demanda y actividad

Media móvil 4 trimestres



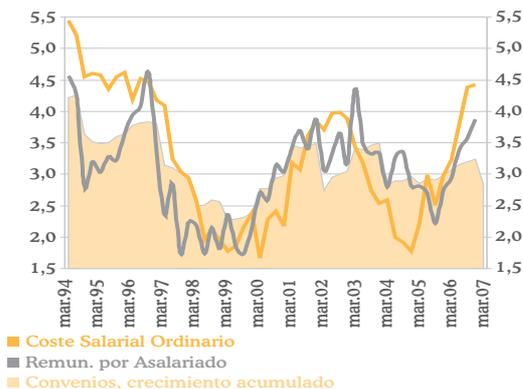
■ Demanda: inversión en vivienda, dcha.

■ Actividad: viviendas en construcción

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.1.

**Crecimiento salarial**

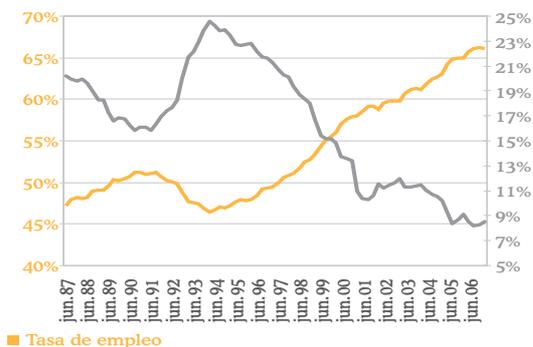


Fuente: INE, Mº Trabajo y SEE BBVA

Gráfico 4.2.

**Tasa de empleo y tasa de paro 1987-2007**

(16-64 años)

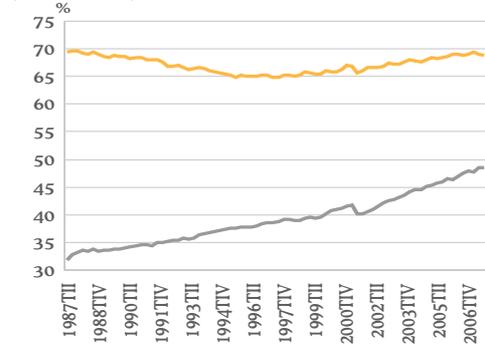


Fuente: SEE BBVA en base a EPA

Gráfico 4.3.

**Tasa de actividad por género**

(16-64 años)

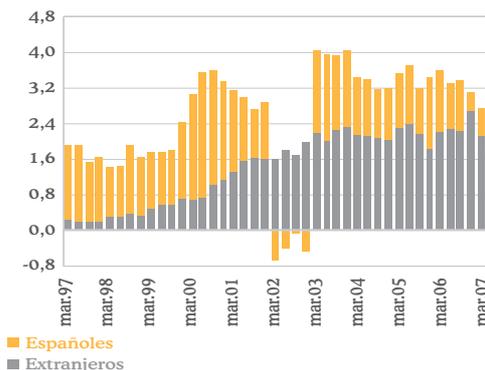


Fuente: SEE BBVA en base a EPA

Gráfico 4.4.

**Población activa en España por nacionalidades**

Contribuciones al crecimiento



Fuente: INE y BBVA

## 4. Mercado laboral, ¿una oferta de empleo cerca de sus límites?

En la duradera e intensa expansión de la economía española de los últimos años, la oferta de empleo ha desempeñado una función esencial al hacer posible una suave evolución de los costes salariales, con crecimientos nominales históricamente moderados e inferiores a la inflación de forma continuada. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento de la población activa, la resistencia a la caída de la tasa de paro, a pesar de un crecimiento económico sostenido y cercano al 4%, y especialmente, los datos más recientes de crecimiento de los salarios reales, los más elevados, en algunos casos, de la última década, son síntomas que podrían indicar la existencia de tensiones en la oferta de empleo.

### El dinamismo de la oferta de empleo en España se ha basado en la creciente participación de mujeres e inmigrantes, que dan algunas señales de agotamiento

Desde mediados de 1994 se registra una mejora continuada en las tasas de participación, empleo y paro de la economía española. En la mitad de los noventa, España tenía una tasa de desempleo superior al 23% de los activos (11% en UE-15) y una tasa de empleo ligeramente superior al 45% de la población entre 16 y 64 años (60% en UE-15), ratio que en el caso de las mujeres apenas alcanzaba el 30%. A partir de esa fecha, empujada por el buen desempeño de la economía española, y en cierta forma, por las distintas reformas laborales, la tasa de paro comenzó a disminuir alcanzando porcentajes inferiores al 10% para los varones ya en el segundo trimestre del 2000 y para el conjunto de la población, en el segundo trimestre del 2005. En el primer trimestre de 2007 la tasa de paro se ha situado en el 8,5% (6,3% entre los varones y 11,4% para las mujeres), una de las más bajas de las registradas en la reciente historia del mercado laboral español (7,5% en UE-15 en 2006-III).

Al mismo tiempo, la tasa de empleo ha aumentado en estos trece últimos años 20 puntos porcentuales, alcanzando el 66%. El crecimiento de la ocupación se debe al aumento de la tasa de actividad femenina y, en fechas recientes, al impresionante crecimiento de los flujos de inmigrantes hacia España. En relación a la tasa de actividad femenina, la participación de las mujeres entre 16 y 64 años ha pasado de situarse en un 43,5% en 1994 a alcanzar, en este primer trimestre de 2007, un 61,9%, casi veinte puntos porcentuales de diferencia. Sin embargo, este aumento de la tasa de participación femenina se ha distribuido de forma desigual por niveles educativos. Así, mientras que en el caso de las mujeres universitarias su tasa de participación, que ya partía de un nivel elevado, 75,9%, ha aumentado en siete puntos porcentuales, en

### Cuadro 4.1. Tasa de actividad

Mujeres

	1992				
	16-24	25-39	40-54	55-64	16-64
Total	45%	59%	39%	20%	44%
Menos de estudios universitarios	44%	54%	36%	19%	40%
Estudios universitarios	47%	86%	80%	51%	76%
	2007				
	16-24	25-39	40-54	55-64	16-64
Total	46%	78%	66%	33%	62%
Menos de estudios universitarios	44%	73%	62%	29%	56%
Estudios universitarios	59%	89%	87%	65%	84%

Fuente: SEE BBVA en base a EPA

el caso de las mujeres no universitarias, la tasa de participación ha aumentado en 18 puntos porcentuales, alcanzando un 61,9% de la población entre 16-64 años.

El choque inmigratorio ha supuesto un incremento de la población total de más de tres millones de personas en sólo seis años, de los que aproximadamente 2,5 millones han ido a incrementar la población activa. Así, desde mediados del 2001 los datos de la EPA muestran cómo más de la mitad de los incrementos trimestrales registrados en la población activa se han producido gracias a la llegada de inmigrantes, una contribución que además es cada vez más relevante sobre el total.

La novedad en este aspecto se encuentra en la desaceleración del crecimiento de la población activa tanto entre los inmigrantes, en menor medida, como entre la población nativa que se comienza a percibir. Se ha pasado de máximos cercanos al 4% en 2003 al 2,8% registrado en el primer trimestre de 2007. Esta moderación no parece derivarse del menor aumento de la población en edad de trabajar, que mantiene muy estabilizadas sus tasas de aumento entre el 1,7% y el 1,8% en el mismo periodo.

### El descenso del desempleo es generalizado; por sectores y territorios y también en sus niveles de largo plazo

La tasa de paro en España sigue reflejando, pese a los cambios que han tenido lugar en el mercado de trabajo, diferencias importantes desde una perspectiva de las regiones o de los sectores.

A pesar de la espectacular reducción de las tasas de paro, las diferencias entre Comunidades Autónomas siguen siendo elevadas (coeficiente de variación del 0,28), reflejo de la resistencia a la movilidad geográfica de los trabajadores. Así, mientras Extremadura presenta una tasa de paro cercana al 13,5% de los activos, Aragón y Navarra registran tasas de paro en el entorno del 5,5%<sup>1</sup>.

Algo similar ocurre si se atiende a los sectores de actividad. Las tasas de paro de las distintas actividades presentan diferencias de una magnitud comparable a la desviación del desempleo desde una perspectiva territorial<sup>2</sup>. Y si comparamos la distribución porcentual de parados y ocupados por sector de actividad observamos que en determinados sectores como construcción, comercio y especialmente hostelería, la proporción de parados es mayor que la de ocupados.

Se da también una cierta dualidad en las tasas de paro de la población extranjera y de la nativa española. Así, en el primer trimestre de 2007 la diferencia entre ambas tasas se ha acercado a los cinco puntos porcentuales, desde el 12,6% de los extranjeros al 7,8% de los nativos<sup>3</sup>. No obstante, esta evidencia debe interpretarse con cautela ya que estudios recientes<sup>4</sup> señalan la importancia de los años de residencia de los inmigrantes en España como determinante de su asimilación laboral. Así, la exposición al desempleo de la población inmigrante parece disminuir a medida que sus años de residencia en el país aumentan, llegando incluso, dependiendo de la nacionalidad de origen, a situarse en niveles inferiores a los españoles.

<sup>1</sup> De hecho, si se excluyese Andalucía, Canarias y Extremadura, la tasa de paro media del resto de Comunidades Autónomas se situaría más de un punto por debajo de la del conjunto del país.

<sup>2</sup> Sin embargo, en este caso las diferencias en tasas de paro deben interpretarse con cautela ya que la EPA solo recoge el sector de actividad de aquellos parados que han trabajado antes en esa actividad y siempre y cuando lleven menos de un año desempleados.

<sup>3</sup> Además, se observan comportamientos también dispares en cuanto a la relación de inmigrantes y españoles con las oficinas de empleo y la percepción de prestaciones. Así, según los datos de la Encuesta de Población Activa, en 2006, el 24,8% de los españoles clasificados como desempleados estaban inscritos y percibían prestación por desempleo frente al 12,2% de los desempleados de nacionalidad extranjera. Con ello, del total de perceptores de prestaciones, sólo un 6,6% son de nacionalidad extranjera, porcentaje bastante inferior al 18% que representan entre la población parada.

<sup>4</sup> Véase Fernández, C. y C. Ortega (2006) "Labor Market Assimilation of Immigrants in Spain: Employment at the Expense of Bad Job-Matches?" FEDEA documento de trabajo 2006-21

Gráfico 4.5.  
Población

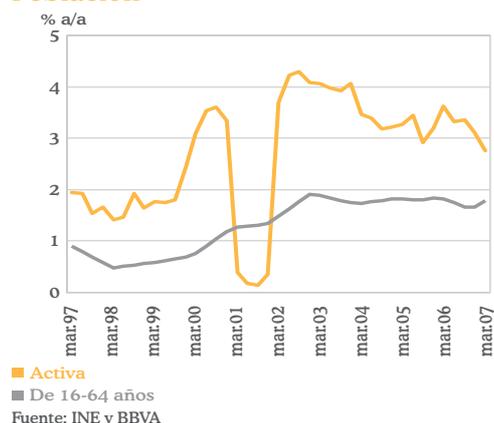


Gráfico 4.6.

### Distribución ocupados y parados por sector de actividad

2007

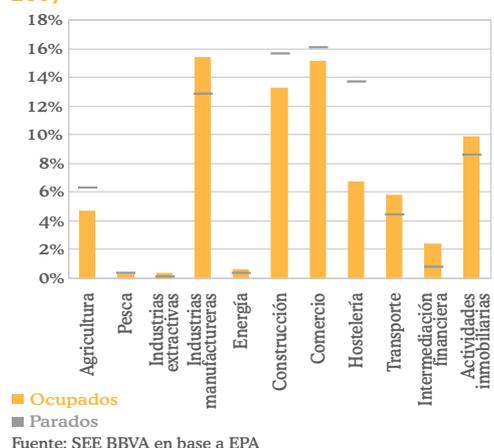


Gráfico 4.7.

### Tasa de paro por nacionalidad

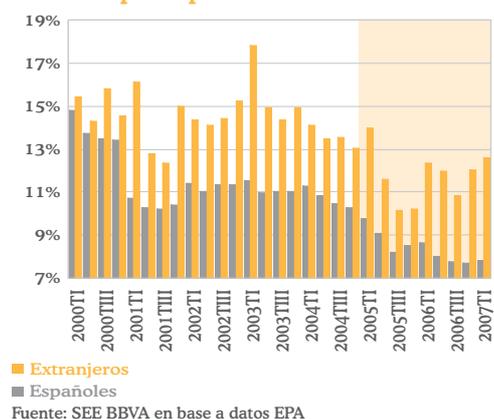


Gráfico 4.8.

### % Paro de larga duración

1987-2007

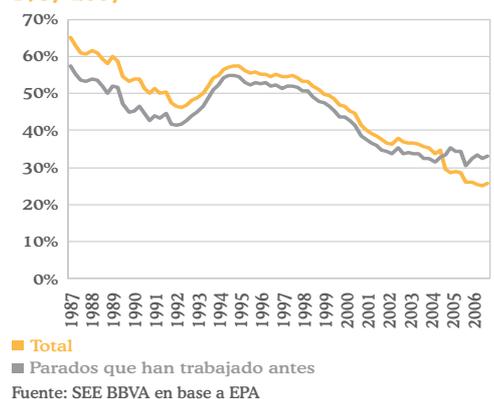
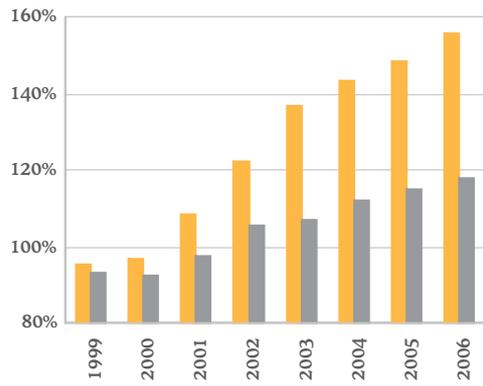


Gráfico 4.9.

**Crecimiento acumulado de beneficiarios de prestación de desempleo**

(año 1998=100)

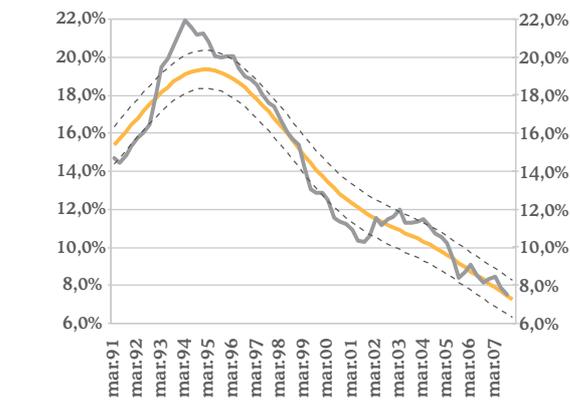


■ Prestación por desempleo contributiva  
■ Total prestaciones por desempleo

Fuente: SEE BBVA en base a MTAS

Gráfico 4.10.

**Tasa de Paro, registrada y no aceleradora de la inflación (NAIRU)**

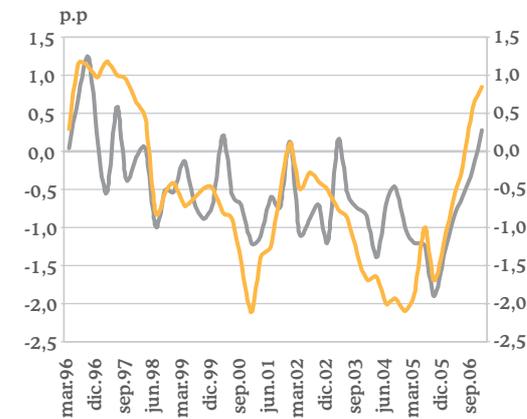


■ NAIRU  
■ Registrada  
--- Margen de confianza

Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.11.

**Crecimiento salarial real**



■ Salario Ordinario  
■ Remuneración por Asalariado

Fuente: INE y SEE BBVA

Atendiéndose a los indicadores de paro estructural, no influidos por la evolución cíclica, las perspectivas son positivas. Algunas medidas de paro estructural de la economía esta evolucionando a la baja, aunque con incertidumbre en cuanto a la dimensión real de su caída. Así ocurre con el fuerte descenso en el porcentaje de desempleados de larga duración. Si en 1994, el porcentaje de desempleados que llevan buscando empleo un año o más se situaba en el 57% del total, en el primer trimestre de 2007 el porcentaje era inferior al 26%. Estos datos reflejarían la reducción del porcentaje de personas con voluntad de emplearse y que en una coyuntura tan dinámica como la actual no pueden hacerlo.

Sin embargo, el porcentaje de parados de larga duración entre los que ya han trabajado antes se mantiene prácticamente estable desde el año 2002 en el entorno del 34% del total de desempleados. Sería una señal de la existencia de trabajadores expulsados de modo efectivo del mercado de trabajo, incapaces de incorporarse de nuevo, lo que implica una resistencia estructural al descenso del paro dados los bajos niveles alcanzados.

Este freno en el descenso del paro de largo plazo puede estar favorecido por elementos como las jubilaciones anticipadas, mecanismo que expulsa definitivamente del mercado de trabajo a personas que teóricamente podrían seguir activos en el mercado laboral.

De hecho, al analizar la evolución de las prestaciones por desempleo se observa un incremento de la cuantía total en un 195,5% entre 1998 y 2006 que se debe no tanto al aumento de la prestación media (125,4%) como del número de beneficiarios (155,8%) y en concreto del número de beneficiarios entre aquellos que tienen 55 y más años.

Un mensaje similar encontramos al analizar la evolución de otras medidas del nivel de paro estructural de la economía como la NAIRU (tasa de paro no aceleradora de la inflación en sus siglas inglesas). El carácter de esta medida, no observable directamente, introduce incertidumbre como resultado tanto del método de cálculo como por la propia imprecisión de la estimación puntual de la NAIRU. En todo caso, se puede considerar que la NAIRU de la economía española podría haber caído acompañando a la tasa de paro realmente registrada (ver gráfico 4.10.). Sin embargo, y con todas las cautelas derivadas de la estimación realizada<sup>5</sup>, también parece que en los últimos tres años ha ido reduciéndose la holgura inicial entre el desempleo realmente registrado y la NAIRU, de modo que estos estarían muy próximos en la primera mitad de 2007.

**Existen incipientes tensiones salariales desde comienzos del 2006 ligados a la fortaleza de la demanda**

Las evidencias descritas parecen apuntar ciertos problemas en el funcionamiento del mercado laboral ligados a la relativamente baja movilidad geográfica y sectorial de los trabajadores, así como a cierto desajuste entre demanda y oferta de trabajo. Además, las crecientes tensiones salariales también serían reflejo de un escenario en el que, en ese entorno, con tasas de paro relativamente bajas, se estuviese frenando el aumento agregado de la oferta de empleo, como parece que está ocurriendo dada la evolución de la población activa.

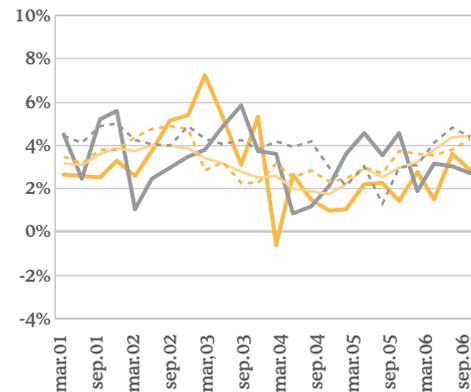
Los salarios negociados en convenio colectivo se mantienen en tasas relativamente bajas (2,8% en el primer trimestre de 2007, cuatro décimas menos que el aumento acumulado a diciembre de 2006), pero indicadores de salario por trabajador como los costes salariales ordi-

<sup>5</sup> Mediante un filtro de Kalman implementado en una Curva de Phillips.

narios de la Encuesta de Salarios o la Remuneración por Asalariado de la Contabilidad Nacional crecían en diciembre de 2006 a las tasas más elevadas de los últimos diez y cuatro años respectivamente. Con ello, una vez descontada la inflación, se dan variaciones salariales reales positivas y significativas por primera vez desde 1998.

Si se analiza el detalle de los crecimientos salariales por sectores, se observa que los crecimientos salariales más elevados de estos últimos trimestres tiene su origen en: industria manufacturera, construcción, hostelería y actividades inmobiliarias y otros servicios empresariales. Llama la atención que, según los datos de la EPA, los tres primeros sectores se caracterizan por ser aquellos en los que la proporción de inmigrantes ocupados es mayor (el 48,79% de los extranjeros están trabajando en estos tres sectores, 53,11% si consideramos los cuatro). Además, al menos construcción y hostelería son ramas de actividad en las que el empleo ha registrado crecimientos muy elevados en los últimos años. Es probable que la subida superior a la media de los salarios registrada en estos sectores pueda estar reflejando la mayor competencia por parte de las empresas en la búsqueda de trabajadores con mayores niveles de cualificación.

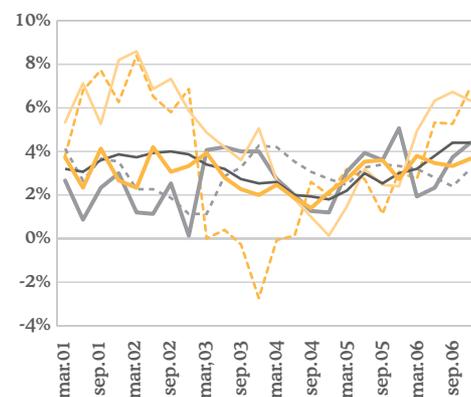
Gráfico 4.12.

**Coste salarial ordinario****Tasa de crecimiento interanual**

■ Industrias extractivas    - - - Industrias manufactureras  
■ Producción energía    - - - Construcción  
■ Total

Fuente: Encuesta trimestral de coste laboral

Gráfico 4.13.

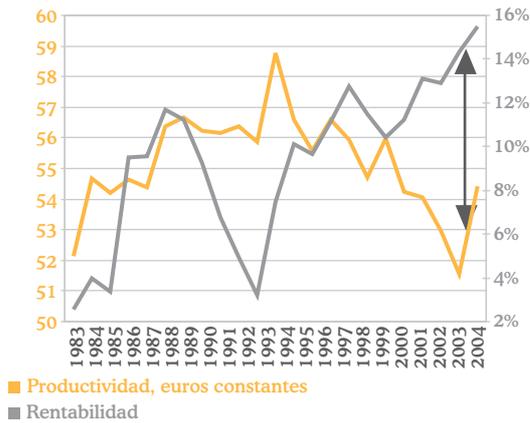
**Coste salarial ordinario****Tasa de crecimiento interanual**

■ Comercio    - - - Hostelería  
■ Transporte    - - - Int. financiera  
■ Activ. Inmobiliarias    ■ Total

Fuente: Encuesta trimestral de coste laboral

Gráfico 5.1.  
Productividad y Rentabilidad

Empresas No Financieras



Fuente: SEE BBVA en base a Central de Balances BdE

## 5. España es diferente: productividad relativamente baja, pero rentabilidad empresarial relativamente alta

Desde mediados de los 90 se ha ampliado el diferencial entre productividad y rentabilidad

Uno de los hechos más singulares de la economía española es la divergencia mantenida en el tiempo entre la evolución de la rentabilidad empresarial, positiva, y la evolución de la productividad, que presenta un pobre desempeño. Esta diferencia, presente desde mediados de los años 90 no se observa en la mayoría de los países de nuestro entorno, de acuerdo a la información recopilada en la base de datos BACH a partir de los balances y cuentas de resultados de las empresas<sup>1</sup>. Lo significativo es que esta divergencia se produce para una economía estabilizada nominalmente dentro de la UEM, sometida cada vez más al escrutinio de los mercados y con una apertura al exterior creciente tanto a través del comercio de bienes y servicios como de los flujos de inversión internacionales.

Se podría pensar que mientras las empresas sean rentables, analizar estos hechos singulares no deja de ser un ejercicio académico. Sin embargo, la rentabilidad de las empresas y su productividad tiene una íntima relación. La productividad es el principal motor que permite avanzar la rentabilidad del sector empresarial. Una divergencia permanente de ambas variables tiene relevantes implicaciones para la evolución a largo plazo de un país. Como señalan los *Principios de Economía* de Mankiw, "casi todas las diferencias entre los niveles de vida son atribuibles a las diferencias existentes en niveles de productividad de los países (...), la tasa de crecimiento de la productividad de un país determina la tasa de crecimiento de su renta media" (Mankiw, 2004, p.9)<sup>2</sup>.

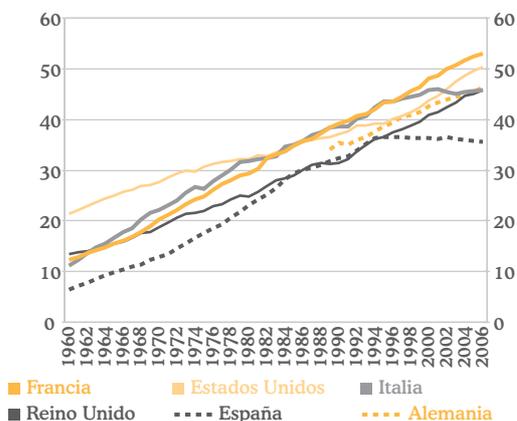
Tratar de desentrañar los motivos que explican las diferentes evoluciones de productividad y rentabilidad es el objetivo principal de esta sección. Con ese fin, se analiza la posibilidad de sesgos en la medición de la productividad debidos a problemas en la estimación del producto, en los precios o en la cantidad y calidad de los factores productivos utilizados; o en la rentabilidad, que pudiera estar ocultando, por ejemplo, un comportamiento excelente de algunos sectores y otro mucho más pobre en otros.

Una vez analizada la calidad de los datos, se profundizará utilizando los datos de la Central de Balances del Banco de España en la relación existente entre rentabilidad y productividad empresarial. Como allí se indica, los gastos financieros, la ratio recursos propios por empleado y, especialmente los salarios reales, han compensado la pobre evolución de la productividad aparente del trabajo. Finalmente, se realiza un ejercicio econométrico para aislar las variables que ayudan a explicar la productividad como pilar de la rentabilidad.

### Productividad relativamente baja, más por problemas estructurales que por problemas de medida

La productividad es la cantidad producida por unidad de recurso empleado en el proceso productivo. De esta manera, a largo plazo es el factor determinante en la evolución del crecimiento cuando la oferta de recursos productivos alcanza su límite.

Gráfico 5.2.  
Productividad por hora trabajada (niveles)



Fuente: Groningen y SEE BBVA

<sup>1</sup> La base de datos BACH se puso en marcha en 1987 en cooperación con las distintas oficinas nacionales de Central de Balances (ECCB) y con el objetivo de complementar otras fuentes de información a nivel empresa que ya existían a nivel europeo. Esta base de datos contiene información armonizada sobre las cuentas anuales de empresas no financieras de 11 países: Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Holanda, Austria, Finlandia, Portugal, EEUU y Japón. En estos momentos se dispone de información hasta 2005.

<sup>2</sup> Mankiw, G. (2004) *Principios de Economía*, tercera edición.

El análisis de la productividad se puede realizar a partir de distintas magnitudes. Las tres más utilizadas en la literatura económica son la productividad por ocupado, la productividad por hora trabajada y la productividad total de los factores (PTF). En las dos primeras magnitudes, la unidad de recurso productivo empleado hace referencia únicamente al factor trabajo (*productividad aparente del factor trabajo*) mientras que en la tercera, la unidad de recurso productivo es una combinación de factores de producción (e.g. capital y trabajo). En la mayor parte de este artículo se ha optado por la productividad aparente del factor trabajo en términos de ocupados como indicador de productividad frente a la PTF. La PTF es una medida más completa al englobar la eficiencia tanto del capital como del trabajo, pero su estimación se realiza desde una perspectiva residual. Así, se incorpora a la PTF todo aquello que no se puede explicar por la evolución de la cantidad de los factores productivos empleados, es decir, no sólo incluye las ganancias de eficiencia. Además, los procedimientos econométricos utilizados hacen que la propia estimación de la PTF incorpore cierta incertidumbre adicional.

Una vez elegida la productividad aparente del trabajo (a partir de ahora, simplemente productividad) como variable a analizar, el siguiente paso es seleccionar la fuente de datos más fiable. En el caso español, esto no resulta muy relevante, ya que con independencia de la fuente que se utilice, la productividad aparente del factor trabajo se ha estancado en España desde mediados de los años noventa. Este hecho se da para los países europeos continentales si se compara con la productividad de Estados Unidos.

Elegida la medida de productividad y contrastadas las diferentes fuentes, pueden existir otras dificultades de medición que pueden deberse a la existencia de diferentes metodologías para computar la producción o el empleo. Podrían existir sesgos derivados de no calcular deflatores apropiados o de no incorporar correcciones que tengan en cuenta la tasa efectiva de utilización del capital o el progreso técnico incorporado en los nuevos bienes de equipo o, incluso, en el caso del empleo, el aumento del capital humano. Pese a la potencial relevancia de estos sesgos, un estudio reciente (Jimeno y Sánchez-Mangas, 2006)<sup>3</sup> apunta que, a pesar de la depuración de los distintos sesgos, la productividad en España sigue estancada en un patrón de crecimiento prácticamente nulo.

Una última causa que explique los pobres resultados en productividad española, podrían ser los cambios producidos en la composición sectorial de la economía española, donde han ganado mayor peso las actividades menos productivas.

Sin embargo, cuando se analiza la tasa de crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo por sectores de actividad, se observa que la pobre evolución de la productividad, tanto en términos absolutos como relativos, parece ser una constante en la mayor parte de los sectores de nuestra economía. El Gráfico 5.6. muestra cómo, salvo en el caso de la agricultura y la industria, las tasas de crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo en el período 1996-2005 han sido negativas. Así, en el estudio anteriormente mencionado, tras un ejercicio de descomposición de la variación de la productividad en el período 1996-2002 (4,65% con una tasa anual media de crecimiento del 0,76%), Jimeno y Sánchez-Mangas (2006) obtienen que el efecto sectorial no puede explicar más de una décima de punto porcentual en la variación de la productividad.

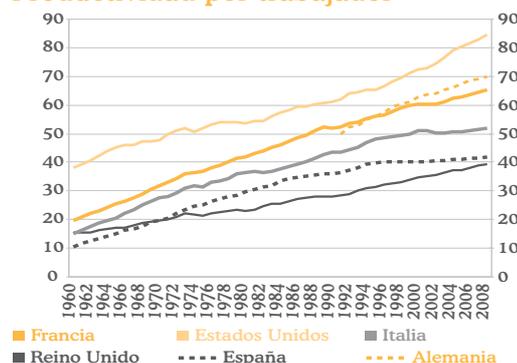
Se puede concluir por tanto que las escasas mejoras de productividad que han tenido lugar en España desde mediados de los noventa son más debidos a posibles cambios estructurales que a problemas en su medición (Jimeno et al 2006)<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Jimeno, J.F. y R. Sanchez Mangas (2006), "La productividad en España: Una perspectiva macroeconómica" en *La productividad en la economía española*, J.Segura eds, Fundación Ramón Areces.

<sup>4</sup> Jimeno, J.F. et al (2006), "Structural breaks in labor productivity growth: the United States versus the European Union" documento de trabajo 0625. Banco de España.

Gráfico 5.3.

Productividad por trabajador

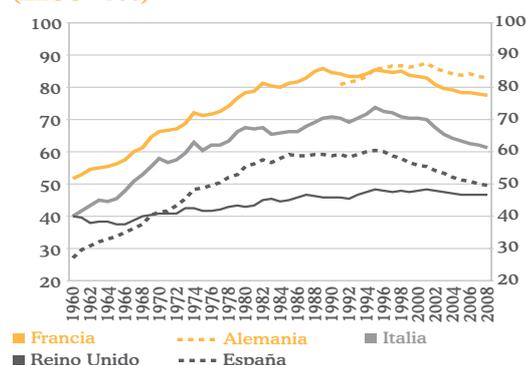


Fuente: AMECO y SEE BBVA

Gráfico 5.4.

Productividad por trabajador

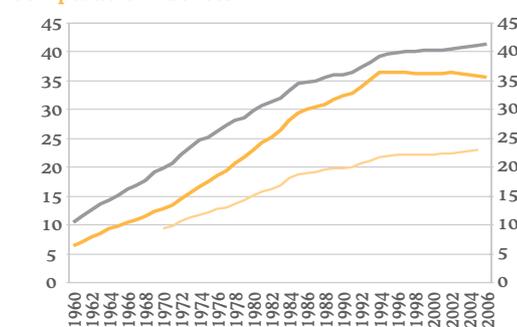
(EEUU=100)



Fuente: AMECO y SEE BBVA

Gráfico 5.5.

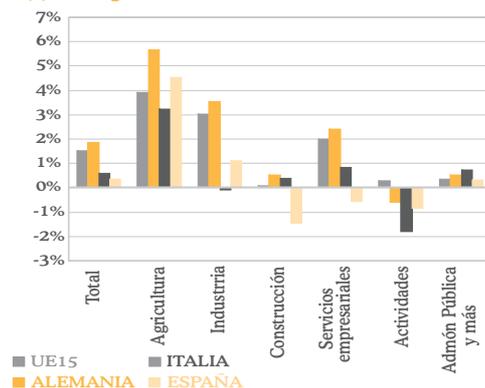
Productividad aparente del factor trabajo comparación fuentes



Fuente: Groningen, Ameco, OCDE y SEE BBVA

Gráfico 5.6.

Crecimiento productividad aparente por sectores 1996-2005



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Gráfico 5.7.

**Rentabilidad Industria**

(resultado ordinario neto/recursos propios)

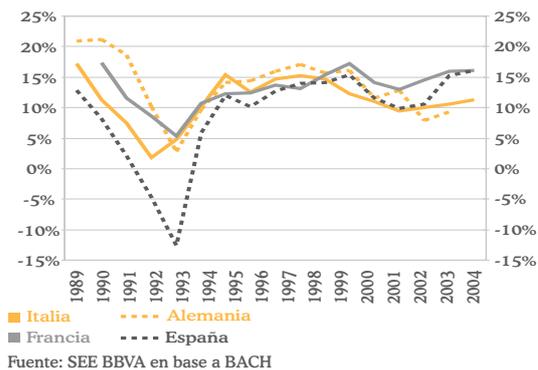


Gráfico 5.8.

**Rentabilidad Comercio Minorista y Mayorista**

(resultado ordinario neto/recursos propios)

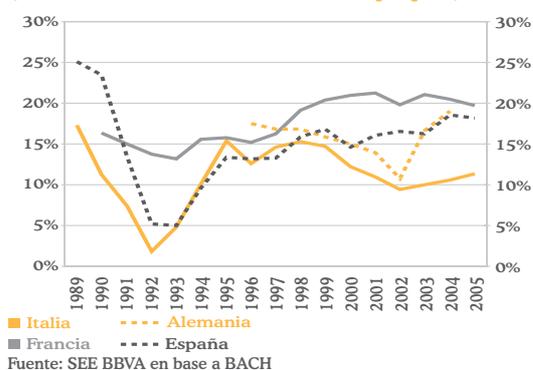


Gráfico 5.9.

**Rentabilidad por subsectores**

**Industria**

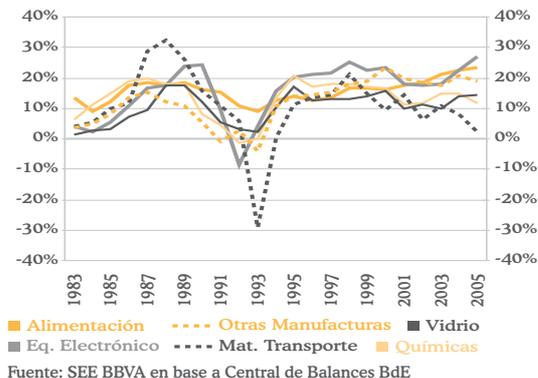
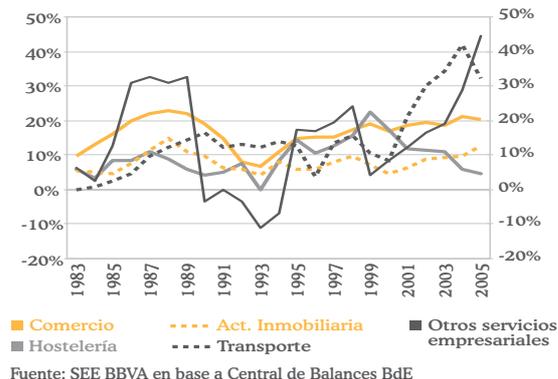


Gráfico 5.10.

**Rentabilidad por subsectores**

**Servicios**



**Rentabilidad empresarial elevada, situada por encima de otros países europeos**

Después de observar la evolución de la productividad de la economía española, sorprende sin duda el buen comportamiento que ha tenido la rentabilidad de las empresas españolas, rentabilidad entendida como la ratio entre el resultado ordinario neto y la dotación de recursos propios.

En una comparación con los países de nuestro entorno, utilizando la base de datos BACH, se observa que las empresas españolas han mantenido su rentabilidad en niveles comparables o superiores a los de otros tres países europeos: Alemania, Italia y Francia. Esta evidencia se obtiene tanto en el sector de la industria, donde la rentabilidad media de las empresas españolas en los últimos años se ha situado en torno al 15%, como en el sector del comercio minorista y mayorista, donde las rentabilidades son incluso superiores, cercanas al 20%.

Ahora bien, al desagregar por sub-sectores de actividad y por tamaños de empresa, se observan ciertas diferencias. Los gráficos 5.9. y 5.10. muestran que dentro de la industria, los sub-sectores que han experimentado mayores avances en rentabilidad en los últimos años son *alimentación* y *equipos electrónicos*, mientras que en servicios destacan las categorías de *otros servicios empresariales* y *transporte*, (que superan incluso rentabilidades del 30%) y más tenuemente, *actividades inmobiliarias*. Si ahora nos fijamos en el tamaño de las empresas (Gráfico 5.11.), se observa que son las empresas grandes las que están aumentando las rentabilidades a nivel agregado, experimentando las pequeñas y medianas una leve disminución en su rentabilidad a lo largo de los últimos años.

Por tanto, y aún con los matices expuestos, la rentabilidad de las empresas españolas es elevada y alcanza al conjunto de entidades, con independencia de su sector y su tamaño.

**Productividad y rentabilidad empresarial: recursos propios, salarios y tipos de interés**

España es el único país de los analizados en el que en los últimos años se ha producido un comportamiento divergente entre productividad y rentabilidad. Los datos indican que esta evolución divergente nace del sector servicios, y en concreto de aquellos subsectores que mencionábamos en la sección anterior y en los que se había detectado una rentabilidad creciente y elevada (*actividades inmobiliarias* y *alquiler*<sup>5</sup> y *otros servicios empresariales*<sup>6</sup>) así como del *sector comercial*. ¿Qué ha pasado en estos sectores para que, incluso con caídas de la productividad en las empresas, la rentabilidad sea tan elevada y se compare favorablemente con distintos sectores de actividad de otros países europeos?

Para contestar lo mejor posible a esta cuestión, merece la pena detenerse en la relación entre rentabilidad y productividad. La rentabilidad aproximada por el resultado ordinario neto (RON) de una empresa se puede descomponer en: valor añadido (*VAB*) menos salarios (*W*), gastos financieros netos (*GF*) y amortizaciones (*A*). Tras hacer una simple transformación, se puede expresar la rentabilidad empresarial como función de la productividad aparente del factor trabajo:

$$\frac{RON}{RP} = \frac{L}{RP} \left( \frac{VAB}{L} - w \right) - \frac{GF + A}{RP}$$

Esta expresión indica que la rentabilidad depende positivamente de la productividad (*VAB/L*) y negativamente del salario (*w*), de los gastos financieros netos y las amortizaciones sobre los recursos propios y de la ratio de recursos propios por trabajador (*RP/L*).

<sup>5</sup> Incluye *actividades inmobiliarias, alquiler de maquinaria sin operario, actividades informáticas, investigación desarrollo, actividades auxiliares financieras, otras actividades empresariales.*  
<sup>6</sup> Incluye *educación, actividades sanitarias y veterinarias, otras actividades sociales de servicios.*

Un primer factor que ha contribuido al sostenimiento de las rentabilidades es la caída de los tipos de interés y, por consiguiente, de los gastos financieros netos. Sin embargo, este entorno favorable de tipos de interés ha afectado también a los otros países europeos. Además, España, es el país, de los cuatro que se mencionaban en el apartado anterior (Francia, Alemania e Italia) en el que la proporción de recursos propios sobre el total de activo es mayor, por lo que una evolución favorable de los tipos de interés debería beneficiarle menos.

Un segundo factor que ha contribuido al sostenimiento de la rentabilidad es la evolución de la brecha entre productividad y salario real. Así, mientras que en la industria los salarios reales han crecido tenuemente acompañando el avance de la productividad<sup>7</sup> y facilitando un crecimiento de la brecha; en el sector servicios, los salarios reales han experimentado un descenso que ha compensando la caída de la productividad, permitiendo que la brecha de producto se haya mantenido relativamente estable, especialmente en el período 2000-2005.

Finalmente la evolución de la ratio de recursos propios sobre empleo ha contribuido también a la positiva evolución de la rentabilidad. Así, mientras en Francia, Italia y Alemania el nivel de recursos propios por empleado ha experimentado un crecimiento sostenido, en el caso español esta ratio ha venido cayendo desde 1999, aunque con un leve repunte en los dos últimos años.

Con todo, tanto en industria como en comercio, se observa una convergencia en las rentabilidades españolas con respecto a nuestros países vecinos. Esta convergencia ha descansado tanto en una recuperación de nuestro diferencial de "brecha\*L/RP" como en una evolución positiva del diferencial de "amortizaciones más gastos financieros netos/RP" (en España resta menos). En relación a la recuperación del diferencial de "brecha\*L/RP" desde mediados de los 90, viene motivada en el caso de la industria, como apuntábamos anteriormente, por un crecimiento de la propia brecha productiva; mientras que en el caso del comercio, la evolución de la ratio L/RP, en cierto sentido convergente hacia los niveles de Francia y Alemania, ha sostenido el crecimiento de la rentabilidad con una brecha productiva constante.

La conclusión es que mientras la rentabilidad del sector industrial español descansa no solo en una favorable evolución del entorno financiero sino en crecimientos de la productividad aparente del factor trabajo, acompañados de avances tenues del salario real; en el caso del sector comercial, su rentabilidad parece descansar en factores más coyunturales como son los tipos de interés y la abundancia de mano de obra, que ha permitido mantener contenidos los salarios.

### Las tendencias futuras de la productividad empresarial, dependientes del tamaño empresarial, la dotación de capital y la estabilidad en el empleo

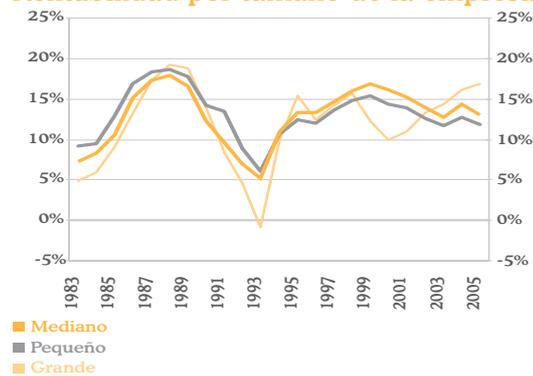
En este contexto parece razonable plantearse qué se puede hacer para relanzar la productividad empresarial y sustentar por tanto los avances de la rentabilidad empresarial en pilares lo más sólidos posibles. La literatura económica lleva tiempo identificando las distintas variables que afectan a la productividad: las actividades de I+D, la presión competitiva, el capital público productivo y el capital humano, entre otros. La información detallada que proporciona la Central de Balances del Banco de España resulta útil para identificar la relevancia de distintos factores en la mejora de la productividad empresarial.

La base de datos de la Central de Balances tiene la ventaja de proporcionar durante un período relativamente largo de tiempo (1983-2005) información detallada de la vida de las empresas: valor añadido; número de empleados, distinguiendo por tipo de contrato; facturación de

<sup>7</sup> El avance de la productividad en el sector industrial se ha registrado fundamentalmente en las empresas de tamaño grande.

Gráfico 5.11.

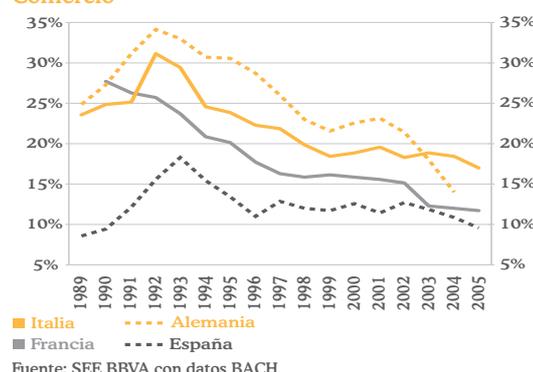
### Rentabilidad por tamaño de la empresa



Fuente: SEE BBVA en base a Central de Balances BdE

Gráfico 5.12.

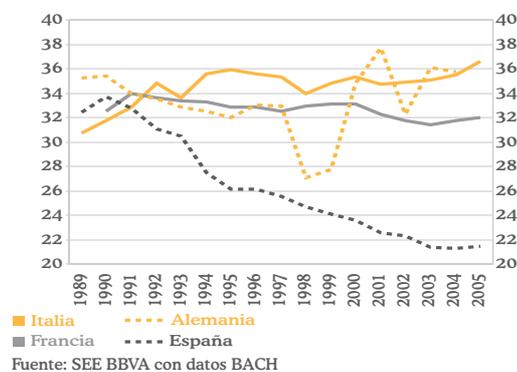
### (Gastos Financieros + Amortizaciones)/RP Comercio



Fuente: SEE BBVA con datos BACH

Gráfico 5.13.

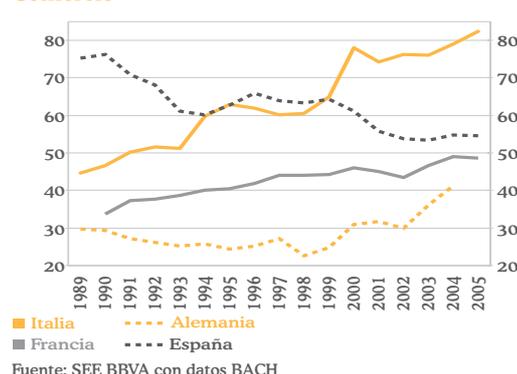
### Salarios Comercio



Fuente: SEE BBVA con datos BACH

Gráfico 5.14.

### Recursos Propios/Empleo Comercio

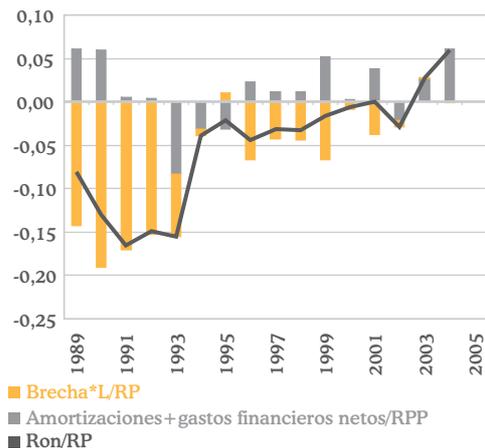


Fuente: SEE BBVA con datos BACH

Gráfico 5.15.

## España versus Alemania

## Industria



Fuente: BACH y SEE BBVA

la empresa, distinguiendo por área geográfica donde se genera; y la forma de financiación del activo, recursos propios, recursos ajenos con coste o recursos ajenos sin coste. Sin embargo, como toda base de datos, presenta algunas limitaciones. Primero, su carácter de voluntariedad en la declaración, lo que hace que exista una sobre-representación de empresas grandes en la muestra, las que tienen un menor coste para facilitar la información que se solicita. Segundo, dado que la información que se suministra es meramente contable, no se dispone de variables como gasto en I+D, dotación de capital humano o presencia de capital extranjero<sup>8</sup>, variables todas ellas que influyen directamente sobre la evolución de la productividad. Y tercero, dada la necesidad de mantener la confidencialidad de las empresas, la información sobre las variables sólo se suministra a nivel agregado aunque con una cierta flexibilidad ya que la Central de Balances permite obtener la información contable con un nivel de desagregación relativamente alto distinguiendo por subsectores de actividad<sup>9</sup> (hasta 17), tamaños (hasta tres) así como la naturaleza público-privada de la empresa.

Con toda esta información se ha construido un panel con 11 subsectores (seis pertenecientes a la industria<sup>10</sup> y cinco a los servicios<sup>11</sup>) de empresas de naturaleza privada y tres tamaños empresariales (pequeño, mediano y grande) a lo largo de los 23 años de los que se dispone información, con el objetivo de identificar el efecto que la apertura de las empresas al exterior, su tamaño, su proporción de contratos temporales-indefinidos o su dotación de capital por trabajador tienen sobre la productividad aparente del factor trabajo.

Los resultados de la estimación del panel de datos<sup>12</sup> muestran los efectos esperados en tres de las cuatro variables de interés. Así, mayor tamaño empresarial, mayor dotación de capital por trabajador y menor proporción de trabajadores temporales tienen un efecto positivo sobre la productividad aparente del factor trabajo. Sin embargo, en el caso de la apertura exterior, medida a través del porcentaje de ventas en el extranjero, aunque de signo positivo, no resulta estadísticamente significativo.

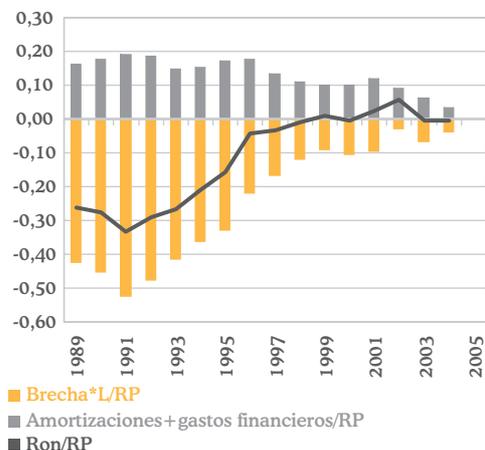
Con el fin de dilucidar la importancia de la apertura hacia el exterior de las empresas, se ha realizado una segunda aproximación. El porcentaje de ventas en el extranjero es una medida fácil de cuantificar en los sectores industriales. Sin embargo, en las actividades de servicios, tales como hostelería o comercio, es difícil identificar correctamente la cuantía que corresponde a facturación en el extranjero. De ahí que en esta segunda aproximación se haya decidido centrar el análisis en los seis subsectores pertenecientes a la industria, permitiendo además que la apertura al exterior tenga un efecto diferencial por sectores. De esta forma, los resultados muestran que la apertura al exterior del sector químico y materiales de equipo tiene un efecto positivo sobre la productividad en relación a la variable de referencia –apertura al exterior del sector de alimentación-. Este efecto se diluye sin embargo en el caso de los sectores de material de transporte y otras manufacturas y se torna negativo en el sector del vidrio.

Podemos concluir por tanto que los datos de la Central de Balances confirman para nuestro país los resultados que recoge la literatura económica acerca de cuáles son las variables que mejoran la productividad

Gráfico 5.16.

## España versus Alemania

## Comercio



Fuente: BACH y SEE BBVA

<sup>8</sup> El gasto en I+D y la estructura de propiedad de la empresa sí que están disponibles en los cuestionarios, pero sólo a partir de 2002. En el primer caso, solo en el cuestionario detallado y en el segundo tanto en el detallado como en el abreviado.

<sup>9</sup> Incluye energía, industria, servicios de mercado y servicios de cobertura reducida entre los que se incluyen construcción, agricultura y pesca.

<sup>10</sup> Los subsectores de industria que se han considerado son: "Alimentación, bebidas y tabaco", "industrias químicas", "vidrio, cerámica y metales", "material y equipo electrónico y óptico", "material de transporte" y "otras manufacturas" que incluye textil, cuero, madera, papel, etc.

<sup>11</sup> Los subsectores de servicios que se han considerado son: "Comercio y reparación", "transporte y comunicación", "hostelería", "actividades inmobiliarias y de alquiler" y "otros servicios empresariales" que abarca las actividades de educación y actividades sanitarias.

<sup>12</sup> La estimación llevada a cabo es por mínimos cuadrados ordinarios controlando mediante dummies el tamaño, sector y año al que corresponde la observación.

de las empresas<sup>13</sup>. Variables que se tornan cada vez más importantes una vez que los motores que han permitido mantener una divergencia entre rentabilidad (positiva) y productividad (negativa) pueden comenzar a detenerse. En este sentido, la evolución de la demanda empresarial permite prever que los gastos financieros podrían aumentar en el futuro.

El endeudamiento de las empresas españolas siguió mostrando una tendencia al alza durante el pasado ejercicio. La mayor acumulación de deuda en el balance de las empresas, unida al impacto que los mayores tipos de interés empiezan a tener en el coste de la financiación empresarial, propició un notable repunte en la carga financiera de las empresas. Así, de acuerdo con la información de la Central de Balances trimestral, los gastos financieros repuntaron un 34% durante 2006.

Sin embargo, buena parte del crecimiento del endeudamiento obedeció a adquisiciones empresariales llevadas a cabo por grandes operadores españoles. Esta estrategia de expansión internacional debería contribuir a una mayor diversificación de resultados y riesgos así como al mantenimiento y mejora de los niveles de rentabilidad empresarial.

Por tanto, aunque la tendencia al alza de la carga financiera de las empresas seguirá evidenciándose a lo largo de 2007, el amplio diferencial existente entre la rentabilidad y el coste financiero, la influencia de las nuevas adquisiciones sobre los niveles futuros de rentabilidad y unos niveles de endeudamiento que se mantienen por debajo de los máximos históricos de mediados de los ochenta, llevan a considerar que el riesgo de vulnerabilidad de las finanzas empresariales puede calificarse de acotado.

### Favorecer un entorno dinámico para las empresas, clave para mantener en el futuro altas rentabilidades

Esta sección se ha centrado en el análisis del patrón divergente entre rentabilidad y productividad empresarial que se observa en la economía española. Así, los datos de empresas no financieras de la Central de Balances del Banco de España muestran cómo la rentabilidad empresarial parece situarse en los últimos años a niveles europeos mientras que su productividad se ha alejado cada vez más de estos estándares.

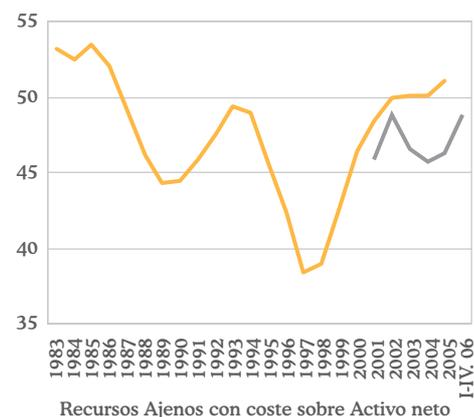
Un análisis más detallado apunta a que el origen de esa divergencia se encuentra en el sector servicios y más concretamente en los subsectores de *comercio, actividades inmobiliarias y otros servicios empresariales*. Así, en una comparación con nuestros países vecinos (Francia, Alemania e Italia) se observa que mientras que las rentabilidades de nuestro sector industrial han mantenido su dinamismo, invirtiendo incluso el diferencial con los tres países considerados, apoyándose en un crecimiento de la productividad y un aumento de la brecha productiva; la rentabilidad del sector comercial descansa en el descenso de los salarios reales y en el favorable entorno financiero.

Finalmente, se ha llevado a cabo un sencillo ejercicio econométrico en el que aprovechando los datos de activo y pasivo de las empresas que la Central de Balances provee a nivel sectorial, se analizan los efectos que variables como la ratio capital-trabajo, el porcentaje de trabajadores temporales, el tamaño de las empresas o su grado de apertura exterior pueden tener sobre la productividad aparente del factor trabajo. Los resultados concuerdan con los obtenidos en la literatura económica, mostrándose que las empresas con mayores niveles de productividad se caracterizan por tener mayor dotación capital-trabajo, menor proporción de trabajadores temporales, mayor tamaño y en determinados casos, mayor apertura exterior.

<sup>13</sup> Sin embargo, el análisis llevado a cabo en este artículo debe interpretarse con precaución ya que, debido a las limitaciones de la base de datos, no se ha podido controlar por las posibles endogeneidades de las variables, es decir. Por el efecto que por ejemplo puede tener la productividad en la apertura exterior de las empresas

Gráfico 5.17.

### Ratio de endeudamiento de las empresas



■ Datos Anuales

■ Datos Trimestrales

(saldos medios de balance en datos anuales y finales en datos trimestrales)  
Fuente: SEE BBVA

### Cuadro 5.1. Determinantes de la productividad aparente del factor trabajo (VAB/L)

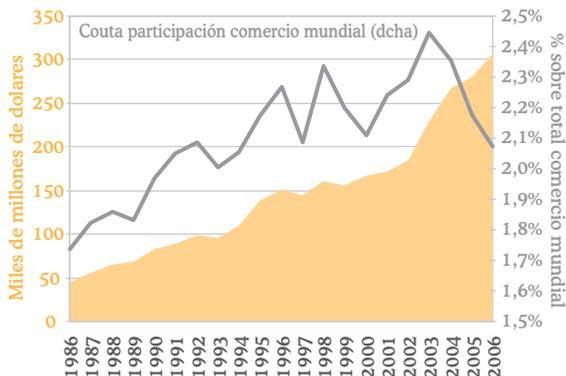
MODELO A		MODELO B	
Variable	Coefficiente	Variable	Coefficiente
Industria Química	2,974	Industria Química	0,702
	0,016		0,676
Vidrio	-3,312	Vidrio	2,279
	0,001		0,064
Materiales	-1,787	Materiales	-0,044
	0,119		0,977
Mat. Transporte	-8,348	Mat. Transporte	-1,938
	0,000		0,194
Otras manufacturas	-9,803	Otras manufacturas	-5,339
	0,000		0,000
Comercio y reparación	2,607	Tam. Grande	10,619
	0,020		0,000
Transporte y comunicación	4,780	Tam. Mediano	5,078
	0,000		0,000
Hostelería	3,082	inmovilizado material/empleo	0,176
	0,027		0,000
Actividades inmobiliarias	15,274	% temporal	-7,589
	0,000		0,195
Otros servicios	7,232		
	0,000		
Tam. Grande	6,109	% ventas extranjero*	
	0,000	Ind. Química	42,583
			0,000
Tam. Mediano	5,381	% ventas extranjero* Vidrio	-9,762
	0,000		0,061
inmovilizado material/empleo	0,120	% ventas extranjero*	
	0,000	Materiales de equipo	12,840
			0,016
% temporal	-80,355	% ventas extranjero*	
	0,000	Mat. Transporte	3,706
			0,343
% ventas extranjero	10,640	% ventas extranjero*	
	0,105	otras manif.	7,266
			0,431
constante	31,920	constante	22,853
	0,000		0,000
N=723		N=412	
R2=0,7692		R2=0,9451	

Dummy de referencia: tamaño pequeño, 1983 y sector de alimentación  
Estimación mco

P-valor en cursiva debajo de los coeficientes

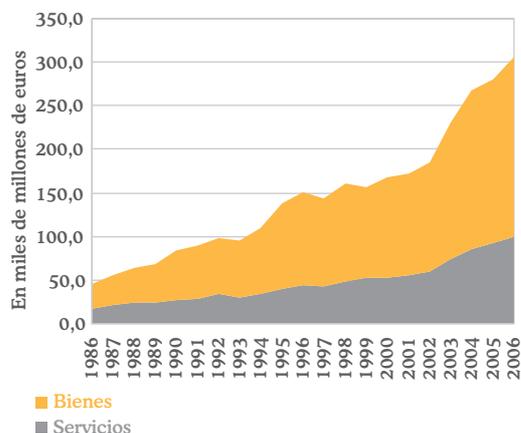
Fuente: SEE BBVA en base a datos Central de Balance BdE

**Gráfico 6.1.**  
**España: Exportaciones totales de bienes y servicios**



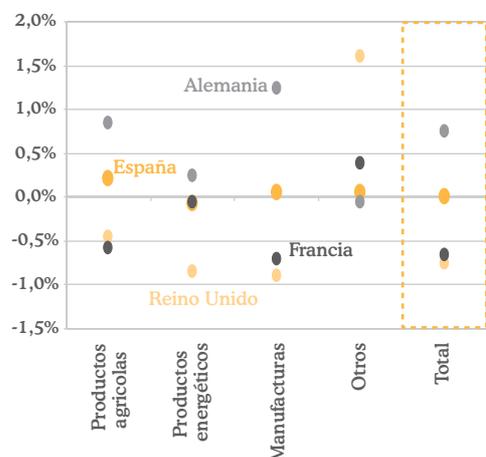
Fuente: OMC

**Gráfico 6.2.**  
**España: Exportaciones de bienes y servicios**



Fuente: OMC

**Gráfico 6.3.**  
**Variación de la cuota de participación en el comercio mundial de bienes. 2000-2005**



Fuente: OMC

## 6. Competitividad exterior: España cada vez menos diferente

### Las cuotas exportadoras españolas parecen haber tocado techo

Según los datos de la Organización Mundial del Comercio (OMC)<sup>1</sup>, las exportaciones totales de bienes y servicios españolas presentan un crecimiento medio nominal en los últimos años superior al 10%, mayor que el crecimiento medio de la economía española que ha sido el 7,7%. La mejoría de las exportaciones no ha sido suficiente para incrementar la cuota de participación del comercio exterior español en el comercio mundial. Esta ratio presenta una tendencia decreciente desde 2004 hasta situarse en el 2,1% en 2006.

Analizando las exportaciones según el tipo de productos, bienes o servicios, en España, a diferencia del total del comercio mundial, sólo un 67% de las exportaciones corresponden a bienes. Entre ellos, más del 75% son manufacturas, fundamentalmente, las relacionadas con maquinaria y elementos de transporte, y otras manufacturas como mobiliario, artículos de viaje, calzado, etc.<sup>2</sup> Por otra parte, España presenta una especialización mayor que el resto del mundo en las exportaciones de productos agrícolas, las cuales representan en torno al 15% del total de exportaciones españolas desde finales de la década de los noventa.

Por su parte, el peso del comercio de servicios sobre el total en España es del 33%, casi 15 puntos porcentuales más que en el conjunto del comercio mundial. Este tipo de comercio, que incluye transportes, turismo y otros servicios comerciales, crece a tasas tan elevadas como las del comercio de bienes.

En los últimos años, la tendencia de la cuota exportadora de bienes se ha estabilizado en España. En comparación con países como Francia, Reino Unido o Estados Unidos, esto no resulta muy desfavorable, ya que éstos, con una mayor especialización en manufacturas, han visto como sus exportaciones han perdido cuota de participación en prácticamente todos los segmentos de bienes (gráfico 6.3). Todo ello, contrasta con la evolución de las exportaciones de algunos de los países de reciente incorporación a la Unión Europea, donde el comercio exterior de manufacturas, especialmente, de maquinaria y elementos de transporte, ha ido ganando peso dentro del conjunto de sus ventas al exterior.

### Las exportaciones de bienes españolas, cada vez menos distintas

Al comparar la evolución de las cuotas exportadoras españolas con las de los países de la ampliación el resultado es menos favorable. Como puede observarse en el gráfico 6.4., las ganancias de cuota de Polonia, la República Checa o Hungría son mayores que las de España, que permanece prácticamente estable. Este mejor comportamiento relativo de los países de la ampliación respecto a las ventas al exterior españolas es reflejo de un aumento de la presión competitiva, que, además, se acentúa dada la elevada coincidencia en los mercados destino.

Tanto las exportaciones españolas como las de sus principales competidores del centro y este de Europa están orientadas fundamentalmente hacia la Unión Europea. De esta forma, la Unión Europea absorbe más del 65% de las exportaciones de Polonia, Chequia o Hungría, siendo este porcentaje algo más elevado en el caso español, casi un 70%.

<sup>1</sup> Véase, además, OMC (2006): "International Trade Statistics: World Trade Development 2005", y OMC (2007): "World trade report 2006. Exploring the links between subsidies, trade and the WTO".

<sup>2</sup> No obstante, en los últimos años las exportaciones de manufacturas han perdido importancia relativa en el conjunto de exportaciones españolas a favor de otros bienes con menor peso en su estructura exportadora, como los combustibles o los productos químicos.

Además, pese a que las exportaciones a la Unión Europea se han incrementado en los cuatro países analizados, se observa que los países del Este están registrando unos resultados mejores que España en las exportaciones hacia los países de la antigua Unión Soviética, Asia y otros países emergentes. Con todo, el elevado impulso de la producción de los países de la ampliación les ha permitido profundizar en prácticamente todos los mercados de sus socios comerciales, de tal forma que han ganado cuota en las importaciones, tanto de la Unión Europea como de los otros mercados hacia los que están dirigiendo sus esfuerzos.

Mientras tanto, la orientación geográfica de las exportaciones españolas se mantiene constante, apuntándose un ligero descenso en la importancia relativa de las exportaciones hacia los países latinoamericanos, a favor de las repúblicas ex-soviéticas y Asia. España mantiene, asimismo, su cuota como socio comercial, esto es, su participación en las importaciones de prácticamente todos los mercados de destino de sus exportaciones.

El proceso de integración comercial de los países de la ampliación derivado de su entrada en la UE ha supuesto la eliminación de trabas a los intercambios de bienes y servicios, y el impulso de las inversiones en estos países. Se aprovechan sus relativamente menores costes laborales para proveer de bienes al resto de la Unión. Este proceso, ya registrado en la economía española veinte años atrás, está suponiendo, junto a la concentración geográfica de las exportaciones españolas de bienes en el UE, un aumento de la presión competitiva.

En este contexto, la estructura de las cuotas exportadoras españolas es semejante, y cada vez se parece más, a la de los países de la ampliación de la Unión Europea, con lo que parece que la ventaja de la especialización productiva española se reduce.

### Presión competitiva creciente de los países de reciente incorporación a la UE

Si calculamos la diferencia entre las cuotas de participación en el comercio mundial de España respecto a sus países competidores<sup>3</sup> (gráfico 6.6.), se observa que la distancia entre las cuotas está disminuyendo con los tres países analizados. Además, dicha distancia se reduce, fundamentalmente, en el segmento de manufacturas, y entre ellas, las cuotas de participación que más se aproximan son las relacionadas con los elementos de transporte y automoción, sectores éstos últimos dónde España está muy especializada.

Para ver si esta competencia creciente, reflejada en la cuota exportadora española y su distancia con la de otros países, se está produciendo realmente por una aproximación de las estructuras exportadoras, se propone un indicador de especialización exportadora (Blanes Cristóbal, J.V., 2003)<sup>4</sup> definido como

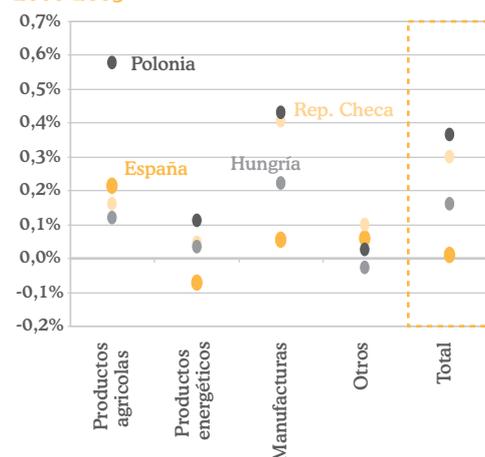
$$IEE_{j,i} = \frac{\left( \frac{X_i}{\sum X_i} \right)^{España}}{\left( \frac{X_i}{\sum X_i} \right)^{Paísj}} \times 100$$

donde, i representa el sector, j es el país competidor de España, y  $X_i$  las exportaciones del sector i.

Con esta especificación, un valor superior a 100 significa que España está más especializada que el país competidor en las exportaciones del bien i.

Gráfico 6.4.

### Variación de la cuota de participación en el comercio mundial de bienes. 2000-2005

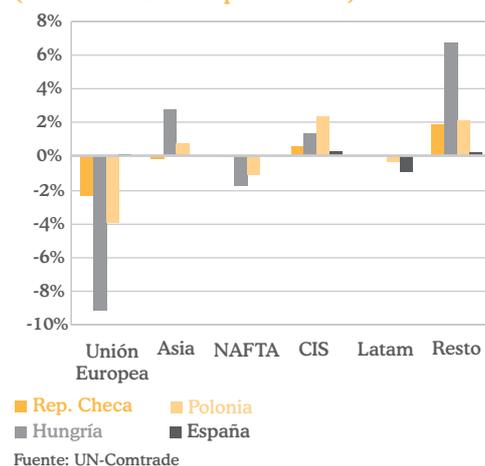


Fuente: OMC

Gráfico 6.5.

### Variación en la orientación geográfica de las exportaciones. 2005-2000

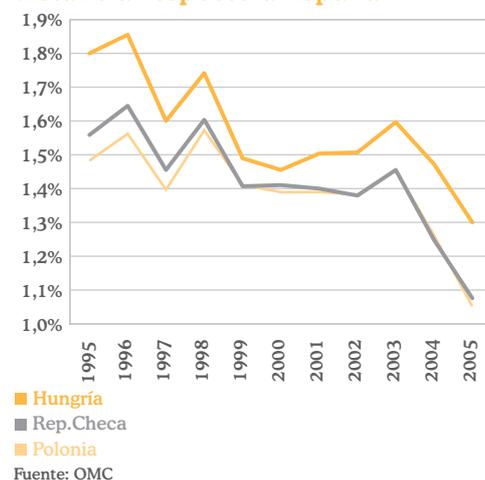
(% sobre total de exportaciones)



Fuente: UN-Comtrade

Gráfico 6.6.

### Especialización de las exportaciones, distancia respecto a España



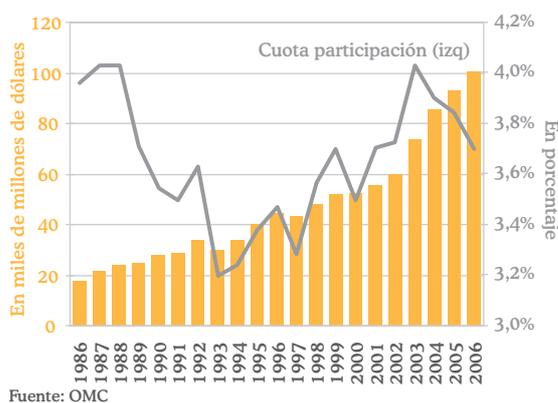
Fuente: OMC

<sup>3</sup> Se toma la media ponderada del valor absoluto de  $C_i(Esp) - C_i(país)$ , dónde,  $C_i(Esp)$  es la cuota de participación en el comercio mundial del bien i de España y  $C_i(país)$  la del país competidor.

<sup>4</sup> Blanes Cristóbal, J.V (2003): "Repercusiones comerciales de la quinta ampliación de la Unión Europea". Información Comercial Española, Revista de Economía. Agosto-Septiembre 2003. N° 809. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Gráfico 6.7.

**España, exportaciones de servicios**



Fuente: OMC

**Cuadro 6.2. España: estructura exportadora de los servicios.**

En porcentaje sobre el total de exportaciones de servicios.

	1999	2003	2004	2005	2006
<b>Transportes</b>	15,5	16,0	16,6	16,4	21,9
<b>Turismo</b>	59,6	53,3	52,4	51,0	44,7
<b>Otros servicios</b>	24,2	29,8	30,1	31,8	31,6
Comunicaciones	1,1	1,4	1,4	1,5	1,4
Construcción	1,0	1,4	1,5	1,8	3,3
Seguros	0,4	0,6	0,9	0,9	0,1
Servicios financieros	2,6	2,6	2,4	2,9	3,2
Servicios informáticos	4,0	3,9	3,4	3,8	0,9
Royalties y rentas de la prop.inmaterial	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Otros servicios empresariales	13,61	18,04	18,68	19,05	18,65
Serv. Personales, culturales y recreativos	0,85	1,10	1,12	1,16	3,46
Servicios gubernamentales	0,67	0,85	0,90	0,87	1,71

Fuente: FMI

Para este análisis se han considerado los tres países de la reciente ampliación que tienen una similitud mayor en la estructura de sus cuotas exportadoras: la República Checa, Polonia y Hungría. En el cuadro 6.1 se detallan los bienes considerados, agrupados además de acuerdo a su intensidad de uso de la tecnología. En general los resultados muestran que, respecto a estos países, la estructura exportadora española ha tenido, en los últimos seis años, una especialización más intensa en productos de tecnología media-baja y baja. Por su parte, el peso de los productos con una carga tecnológica alta y media-alta ha evolucionado mejor en los países de la ampliación que en España.

Con todo, dentro de estos grupos de productos, España mantiene ventajas significativas en la fabricación de aeronaves y de productos farmacéuticos, las incrementa en material de transporte, y las reduce en la producción ligada al ensamblaje de material eléctrico y en equipo mecánico.

El panorama es diferente respecto a Polonia, dónde España presenta una especialización mayor en prácticamente todos los productos de las industrias de tecnología alta y media alta. Dicha especialización española cada vez es mayor en los productos de tecnología alta, de la mano sobre todo de las aeronaves y los productos farmacéuticos. Además, mantiene una especialización similar a Polonia en los bienes de baja tecnología, y ligeramente menor en los productos de tecnología media-baja.

**Cuadro 6.1. Índice de especialización exportadora de España frente a cuatro países de la ampliación de la UE**

	República Checa		Hungría		Polonia	
	1999	2005	1999	2005	1999	2005
<b>Industrias de Tecnología Alta</b>	141,6	70,6	36,0	32,9	155,0	168,1
Aeronaves	68,0	486,1	15.064,4	13.172,2	450,9	900,3
Productos farmacéuticos	237,2	447,4	151,8	169,3	330,3	560,4
Maquinas de oficina y equipos informáticos	151,8	12,4	12,2	12,7	529,6	242,6
Material electrónico y comunicaciones	203,6	59,5	36,0	15,3	77,8	75,9
Equipos quirúrgicos, optica y de precisión	95,4	71,4	127,1	44,1	172,9	106,7
<b>Industrias de Tecnología Media-Alta</b>	97,7	94,1	109,0	99,2	160,3	111,9
Maquinaria y material eléctrico	49,1	45,8	42,0	39,0	75,9	51,9
Vehículos de motor	161,7	132,5	278,6	259,7	304,5	171,7
Industria química (excepto farmacia)	114,0	157,8	160,1	147,0	132,0	138,8
Material ferroviario y otro equipo de transporte	47,3	96,8	77,7	108,4	68,2	93,5
Maquinaria y equipo mecánico	61,1	54,9	51,8	43,3	114,4	71,5
<b>Industrias de Tecnología Media-Baja</b>	71,9	93,9	164,2	181,7	56,6	73,2
Embarcaciones	1.692,4	7.588,5	11.493,8	16.743,8	33,8	55,4
Caucho y materias plásticas	74,5	68,9	135,7	122,4	56,6	50,6
Refino del petróleo y coquerías	78,1	146,7	138,1	164,1	43,7	84,5
Otros productos minerales no metálicos	74,0	91,6	254,6	259,6	135,6	131,1
Metalurgia y fabricación de productos metálicos	58,3	71,1	134,3	158,2	53,3	70,8
<b>Industrias de Tecnología Baja</b>	118,6	137,7	120,5	161,9	81,2	95,9
Alimentación, bebidas y tabaco	226,6	258,6	163,9	209,4	141,0	139,7
Textiles, confección, cuero y calzado	92,1	125,3	82,2	140,0	57,4	120,7
Madera, corcho, papel, artes gráficas y edición	65,7	66,5	83,0	104,1	32,0	32,4
Manufacturas diversas	61,9	63,3	127,6	120,2	95,1	80,8

Fuente: Elaboración propia a partir de UN-Comtrade

**Comercio de servicios, mejor posición relativa de España**

El comercio de servicios mundial ha crecido en los últimos cinco años a un promedio del 9,5% ligeramente por debajo del comercio de bienes, aunque, en la práctica, ha mantenido su participación en el total del comercio mundial en torno al 18%. En España las exportaciones de servicios representan casi el 33% del total del comercio exterior, nivel semejante al del Reino Unido, pero muy por encima de los países de la Europa del Este, que se sitúan por debajo de la media mundial.

La estructura exportadora de servicios española se concentra en el segmento de turismo, el cual, pese a que está experimentando un descenso continuado desde finales de la década de los 80, absorbe más del 50% de las exportaciones de servicios, en relación con el 30% que representa en el total del comercio mundial<sup>5</sup>.

Tomando la desagregación de las ventas exteriores de servicios de la Balanza de Pagos<sup>6</sup>, se observa que el crecimiento de las exportaciones de servicios resulta más acusado en el segmento de otros servicios, básicamente en servicios financieros, construcción y servicios informáticos. Sin embargo, es en la partida del resto de servicios comerciales donde las exportaciones españolas están ganando mayor importancia, alcanzando un 19% del total. Este comportamiento de las exportaciones españolas resulta coherente con el proceso de internacionalización de las empresas españolas de sectores como el financiero, la distribución de energía y agua, y de consultoría.

En esta situación y en contraposición a los bienes, las ventas de servicios españolas han ganado cuota de participación en el comercio mundial. Pese al retroceso experimentado en los tres últimos años, esta cuota, en promedio, se sitúa medio punto porcentual por encima del registrado a mediados de los 90.

La evolución de las exportaciones de servicios ha sido más positiva en España que en muchos de sus países competidores. Por segmentos, España gana cuota de participación en todos los tipos de servicios, mientras que países como Francia, Reino Unido, e incluso Estados Unidos, pierden peso relativo.

Llama la atención la positiva evolución de la economía alemana, tanto en relación al aumento de las cuotas exportadoras de bienes como a la de servicios. Esto coloca a Alemania como uno de los países más competitivos de los últimos años, resultado de una combinación de la moderación de los costes laborales, el impacto positivo de la integración de los países del Este europeo (con los que mantiene flujos crecientes de inversión), una especialización productiva de elevada carga tecnológica y unos destinos exportadores que han crecido significativamente.

Por su parte, Polonia, Hungría y la República Checa ganan cuota, fundamentalmente, en los servicios de transporte pero, salvo Hungría, mantienen o pierden cuota en las exportaciones de otros servicios. Mientras, en España las cuotas exportadoras de servicios turísticos y otros servicios son los que han tenido un mejor comportamiento relativo.

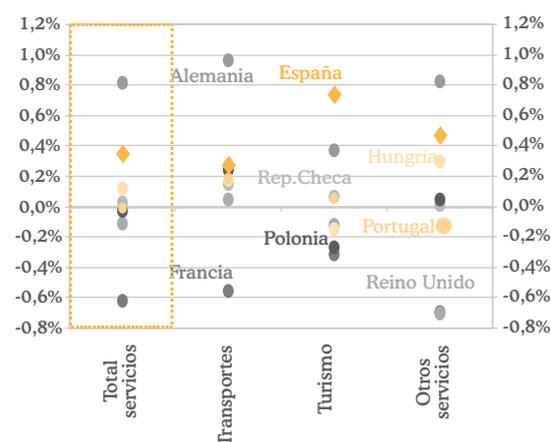
Siendo importante el comportamiento de los precios relativos, de la competitividad-precio, la diversa evolución de las cuotas exportadoras de los países analizados refleja que la competitividad es fruto de factores adicionales: el saber-hacer, el mantenimiento de redes comerciales, las ventajas competitivas de localización. Aspectos, todos ellos, que han de potenciarse para incrementar la participación de España en el comercio mundial.

<sup>5</sup> Los últimos datos siguen evidenciando que aunque el número de visitantes aumenta, el gasto medio por visitante cada vez es más reducido.

<sup>6</sup> Balance of Payments Statistics, Febrero 2007, del Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 6.8.

### Variación de la cuota participación en el comercio mundial de servicios 2000-2005



Fuente: OMC

## 7. Resumen de previsiones

UEM (Tasa de variación interanual en %, excepto indicación expresa)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>
Consumo privado	0,9	1,2	1,4	1,5	1,8	1,8	2,2
Consumo público	2,4	1,8	1,4	1,4	2,3	2,1	2,0
Formación bruta de capital fijo	-1,5	1,0	1,7	2,7	4,3	5,8	3,7
Variación de existencias (*)	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	1,6	1,1	6,4	4,4	8,1	5,6	4,5
Importaciones (bienes y servicios)	0,3	3,1	6,2	5,4	7,5	5,8	5,2
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Precios</b>							
IPC	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0
IPC subyacente	2,5	2,0	2,1	1,5	1,5	2,0	1,9
Precios industriales	-0,1	1,4	2,3	4,1	5,1	1,6	1,5
<b>Mercado de trabajo</b>							
Empleo	0,7	0,4	0,6	0,7	1,4	1,5	1,2
Tasa de paro (% de población activa)	8,3	8,7	8,9	8,6	7,9	7,5	7,6
<b>Sector público</b>							
Déficit (% PIB)	-2,5	-3,0	-2,8	-2,4	-1,6	-1,8	-1,7
<b>Sector exterior</b>							
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	0,7	0,4	0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2

\* Contribución al crecimiento  
 \*\*Incorpora el efecto del incremento del IVA alemán

### Entorno internacional (% interanual)

	Crecimiento real del PIB (%)				Inflación** (%)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,2	3,3	2,3	2,8	3,4	3,2	2,2	2,4
Japón	1,9	2,2	2,0	2,3	-0,3	0,3	0,5	1,0
Latam*	4,7	5,4	4,4	4,2	6,0	5,1	5,2	5,4

\*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú, Uruguay y Venezuela  
 \*\* Para Latam, previsión de fin de periodo

### Variables financieras (final de período)

	Tipo oficial (%)				Tipo de interés a 10 años (%)*			
	28/05/07	Jun-07	Dic-07	Jun-08	28/05/07	Jun-07	Dic-07	Jun-08
UEM*	3,75	4,00	4,25	4,25	4,39	4,40	4,30	4,30
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25	4,85	4,75	4,80	4,85

\* Tipos de interés a 10 años referidos a bonos alemanes

	Tipo de cambio (vs euro)*				Petróleo Brent (dólares por barril)*			
	28/05/07	Jun-07	Dic-07	Jun-08	28/05/07	Jun-07	Dic-07	Jun-08
Dólar EE.UU.	1,34	1,35	1,33	1,35	69,7	61,7	58,1	50,2

\* Media del período

# Resumen de previsiones economía española

(Tasas de variación anual en %, salvo indicación expresa)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>PIB a precios de 2000</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>
Consumo Privado	3,4	2,8	2,8	4,2	4,2	3,7	3,3	2,9
Consumo Público	3,9	4,5	4,8	6,3	4,8	4,4	4,3	4,1
Formación bruta de capital fijo	4,8	3,4	5,9	5,0	7,0	6,4	5,7	4,2
Bienes de equipo	0,1	-2,9	2,5	3,7	8,8	9,5	10,4	6,7
Construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,0	5,8	4,1	2,4
Vivienda	7,5	6,9	9,4	5,9	5,8	6,4	3,8	1,0
Resto	7,7	5,7	3,4	5,0	6,2	5,3	4,3	3,7
Otros Productos	6,0	5,0	7,7	4,4	7,7	3,3	3,0	5,0
Variación de existencias (*)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>
Exportación bienes y servicios	4,2	2,0	3,7	4,1	1,5	6,3	4,9	4,9
Importación bienes y servicios	4,5	3,7	6,2	9,6	7,0	8,4	5,4	5,5
<b>Saldo exterior neto (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>
<b>PIB a precios corrientes</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>
Millones de Euros	680.678	729.206	782.531	840.106	905.455	976.180	1.048.007	1.117.922
<b>Precios y costes</b>								
Deflactor del PIB	4,2	4,3	4,1	4,0	4,1	3,8	3,4	3,5
Deflactor consumo hogares	3,4	2,8	3,1	3,5	3,4	3,6	2,6	2,7
IPC	3,5	3,5	2,9	3,0	3,4	3,5	2,5	2,7
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,2	1,3	0,9	0,9	1,2	1,3	0,5	0,7
Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,6	3,1	2,6	3,4	3,0	2,9
Coste laboral unitario (CLU)	3,2	2,9	3,0	2,5	2,2	2,7	1,9	2,4
<b>Mercado de trabajo</b>								
Población activa, EPA	0,3	4,1	4,0	3,3	3,5	3,3	2,7	2,7
Empleo EPA	4,1	3,0	4,0	3,9	5,6	4,1	3,4	3,1
Variación en miles de personas	640	484	666	675	1002	774	666	623
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,2	2,3	2,4	2,6	3,1	3,1	2,7	2,5
Tasa de Paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	7,9	7,6
Productividad	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,8	1,0	0,6
<b>Sector Público</b>								
Deuda (% PIB)	55,6	52,5	48,9	46,4	43,2	39,7	36,6	34,3
Saldo AA.PP. (% PIB)	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	1,1	1,8	1,5	1,0
<b>Sector Exterior</b>								
Saldo Comercial (% PIB)	-6,3	-5,8	-5,9	-7,2	-8,6	-9,2	-9,0	-9,7
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,8	-7,9	-8,7
<b>Hogares</b>								
Renta disponible real	3,1	3,7	3,0	3,3	3,2	2,9	3,9	2,8
Renta disponible nominal	6,5	6,5	6,2	6,8	6,5	6,5	6,5	5,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	11,1	11,4	11,9	11,4	10,6	10,1	10,7	10,5

Fuente: organismos oficiales y SEE BBVA

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Depósito Legal: M-31254-2000

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:  
José Luis Escrivá

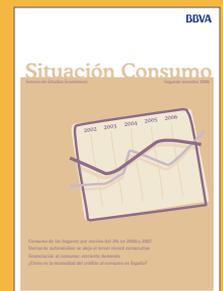
Economistas Jefe:  
Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo  
Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz  
España y Análisis Sectorial: Julián Cubero  
Europa: Sonsoles Castillo  
Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido  
Argentina: Ernesto Gaba  
Chile: Miguel Cardoso  
Colombia: Juana Tellez  
Perú: Hugo Perea  
Venezuela: Alejandro Puente  
China: Ya-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia  
Estados Unidos: Nathaniel Karp  
México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial  
Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.