

España

Observatorio Económico

Madrid, 19 de enero de 2011

Análisis Económico
Unidad de España

Sectores de futuro de la economía española

- **En España, el último periodo de expansión económica se basó en un modelo de crecimiento caracterizado por la creación de empleo y condicionado por el fuerte aumento de la demanda interna y la producción de bienes no comercializables.** A su vez, la expansión cíclica generó desequilibrios importantes que se manifestaron en un diferencial de inflación con la UEM positivo y en unas necesidades de financiación externa elevadas.
- **El estallido de la crisis de 2008 supuso el ajuste drástico de los desequilibrios macroeconómicos,** lo que se ha reflejado en una fuerte contracción de la demanda interna –principalmente, inversión–, un incremento de la tasa de desempleo y una reducción de las necesidades de financiación exterior.
- **La economía española tiene como uno de sus objetivos prioritarios diversificar su patrón de crecimiento.** La reducción del peso de la construcción residencial supondrá la reorientación del tejido productivo hacia actividades que puedan ser desarrolladas con mayores recursos propios (i.e., menor apalancamiento), presenten una elevada rentabilidad (i.e., atraigan inversión), dependan de la demanda externa y se vean favorecidas por los cambios demográficos previstos.
- **La evidencia indica que las empresas españolas en un número importante de sectores con un peso significativo en la economía son más rentables que las de las grandes economías europeas y atraen inversión del exterior.** Adicionalmente, son sectores con un alto grado de internacionalización, cuyas exportaciones se están abriendo paso en nuevos y dinámicos mercados.
- **La reorientación del modelo de crecimiento necesitará la implementación de reformas estructurales que permitan la expansión de nuevos sectores y eleven la tasa de crecimiento potencial.** De particular importancia serán aquellas que permitan una ambiciosa implementación de la reforma laboral, promuevan un desapalancamiento ordenado del sector privado, aseguren la viabilidad de las finanzas públicas a medio plazo, disminuyan las necesidades de financiación de la economía y mejoren la calidad del capital humano.

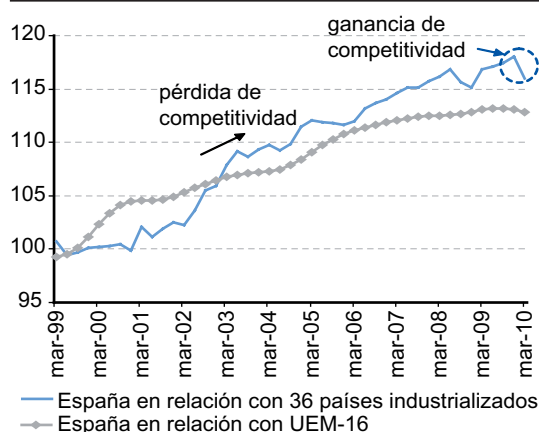
Un modelo de crecimiento condicionado por el aumento de la demanda interna y la producción de bienes no comercializables

Entre los años 1994 y 2007 la economía española disfrutó de uno de los períodos más largos y de mayor crecimiento económico de las últimas décadas, en el que el empleo aumentó a una tasa promedio anual del 3,2%, significativamente mayor que la registrada en la UE15 (0,8%) y en EE.UU. (1,3%). Sin embargo, este crecimiento (3,5% en promedio anual), impulsado por una demanda interna pujante en un contexto de tipos de interés históricamente reducidos y de un aumento significativo de la población inmigrante, no estuvo exento de desequilibrios interdependientes.

En particular, la evolución desfavorable de la productividad aparente del factor trabajo se encuentra detrás de la pérdida de competitividad de la economía española que se manifestó, por un lado, en un diferencial de inflación positivo con la UEM y, por otro, en un déficit exterior elevado y persistente consecuencia del rápido crecimiento de las importaciones. Dentro de la UEM, caracterizada por un tipo de cambio nominal fijo, un diferencial de inflación positivo supone una apreciación del tipo de cambio real (Gráfico 1). En cuanto a sus causas, BBVA Research (2009a) demuestra que el crecimiento de los márgenes de beneficio (en un 55%) y el desajuste existente entre las ganancias salariales y la evolución de la productividad (en el 45% restante) explican el diferencial de inflación existente entre España y la UEM. Desde comienzos de 2009, la caída del precio del petróleo y de la demanda interna así como el aumento de la productividad, consecuencia de la intensa destrucción de empleo, han aliviado la presión de los márgenes de beneficio y de los salarios (Gráfico 2).

Gráfico 1

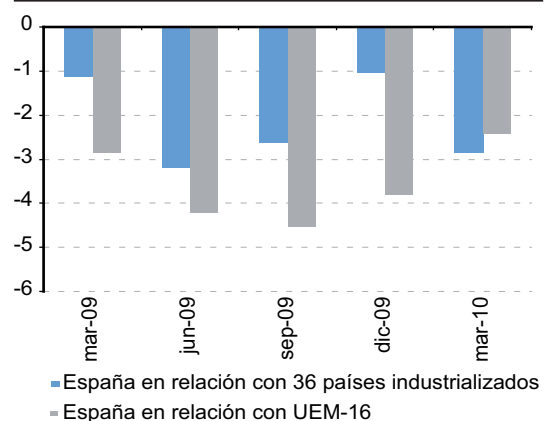
Tipo de cambio efectivo real basado en el deflactor de las exportaciones de bienes y servicios (1999=100)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Gráfico 2

Ganancia de competitividad: depreciación del tipo de cambio efectivo real basado en el coste laboral unitario (en % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

La segunda manifestación de la aparente falta de competitividad de la economía española se centra en la existencia de un déficit de la balanza por cuenta corriente comparativamente elevado y persistente en el tiempo que, a mediados del año 2008, llegó a superar el 10% del PIB. Para analizar el grado de consistencia del déficit exterior de una economía con sus fundamentos, tradicionalmente se sigue el enfoque intertemporal de la balanza por cuenta corriente (véase Obstfeld y Rogoff (1996) y Campa y Gavilán (2006)). Siguiendo este enfoque, BBVA Research (2008a) demuestra que, en el periodo de expansión, en torno a un 60% del déficit de la balanza por cuenta corriente vino explicado por las expectativas de crecimiento de la renta, mientras que el 40% restante se debió a la evolución de los tipos de interés reales.

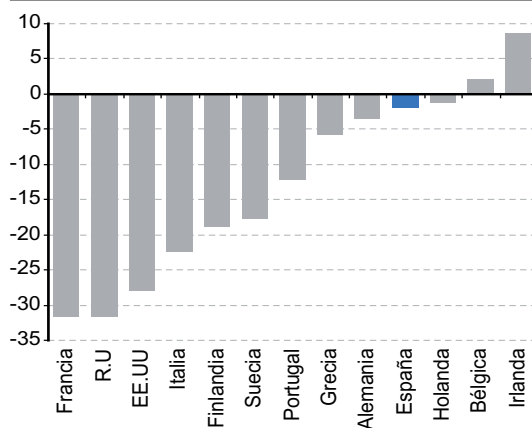
La interpretación que consideramos más correcta de la evidencia anterior es la siguiente. Como consecuencia de los bajos tipos de interés reales y del elevado crecimiento de la población, la economía española reorientó una parte importante de sus factores productivos hacia sectores de bienes no comercializables (principalmente, inversión residencial), lo que dio lugar a una demanda interna muy superior a la oferta agregada que, en el caso de los bienes comercializables, se satisfizo mediante importaciones. De hecho, la evidencia muestra que la pérdida de competitividad no fue generalizada puesto que las exportaciones españolas no redujeron su participación en el comercio mundial, sino que la economía española fue perdiendo cuota de mercado en la demanda interna de bienes comercializables respecto a las importaciones del resto del mundo. Así, los datos de la Organización Mundial del Comercio (OMC) indican que el peso de las exportaciones españolas de servicios ha crecido

durante la última década, mientras que el de las de bienes apenas ha variado. El Gráfico 3 muestra que, entre las economías con mayor peso en la eurozona, tan sólo Alemania y España no han perdido cuota exportadora de un modo significativo en favor de los países emergentes (principalmente, China).

La fuerte expansión de la demanda interna vino reflejada en el marcado proceso de inversión que caracterizó la década cuando la formación bruta de capital fijo llegó a superar el 30% del PIB (Gráfico 4). Sin embargo, una vez comenzada la crisis en 2008, la inversión se embarcó en un fuerte proceso de ajuste liderado, principalmente, por la caída de la inversión en construcción. La contracción cíclica de la demanda interna vino acompañada de una reducción drástica de las necesidades de financiación, que pasaron de alrededor del 10% del PIB en 2008 al 5% del PIB en tan sólo un año.

Gráfico 3

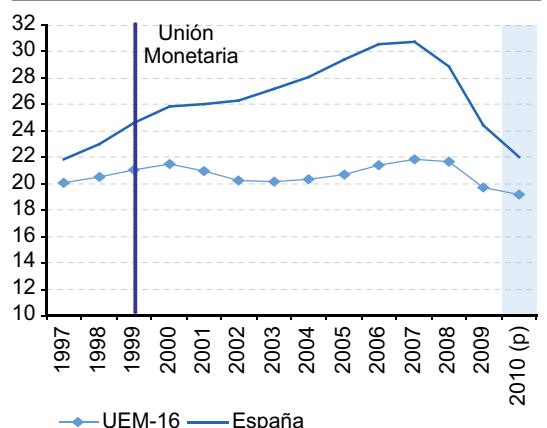
Cuota en la exportaciones mundiales de bienes y servicios de mercado. Tasa de variación 1999-2009 (en puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de OMC

Gráfico 4

Tasa de inversión nacional (FBCF en porcentaje del PIB)



FBCF: Formación bruta de capital fijo
Fuente: BBVA Research a partir de INE y AMECO

La duración de la crisis y, sobre todo, el crecimiento a medio y largo plazo cuando ésta acabe dependerán de dos aspectos relacionados. El primero de ellos hace referencia a la necesidad de reducir el peso del sector de la construcción, diversificando el patrón de crecimiento y potenciando aquellas ramas de actividad caracterizadas por su bajo grado de apalancamiento, su orientación hacia la demanda externa, o su alto nivel de rentabilidad. El segundo, complementario al primero, tiene que ver con la implementación de las reformas necesarias, sobre todo en los mercados de productos y de trabajo, que propicien la transición hacia un modelo de crecimiento más equilibrado.

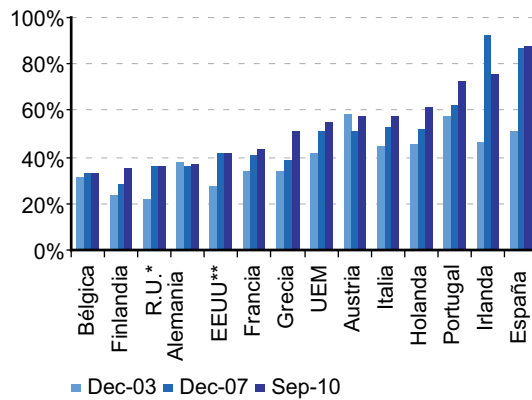
La necesidad de diversificar el patrón de crecimiento: la potenciación de actividades con menor apalancamiento, alta rentabilidad, dependientes de la demanda externa y que puedan verse favorecidos por el cambio demográfico

Una de las características de la economía española en los últimos años ha sido el elevado nivel de apalancamiento que han alcanzado tanto las empresas como los hogares. Mientras en el año 2000 el total de crédito de la economía ascendía al 90% del PIB, en septiembre de 2009 prácticamente se doblaba esta proporción llegando al 176%. Desde entonces, la economía española ha comenzado un proceso de desapalancamiento. Centrando el análisis en el tejido empresarial, se observa este incremento sustancial en el nivel de endeudamiento de las empresas españolas y su elevado nivel de apalancamiento respecto al resto de la UEM (Gráfico 5).

Esta evolución del crédito en España ha estado muy ligada al sector de la construcción residencial. Por un lado, casi la mitad del crédito otorgado a las empresas se ha concedido a compañías relacionadas con el sector de la construcción (Gráfico 6). Por otro, el principal motivo de endeudamiento de los hogares ha sido la adquisición de vivienda.

Gráfico 5

Crédito empresas (% PIB)



Último dato: sep-2010.

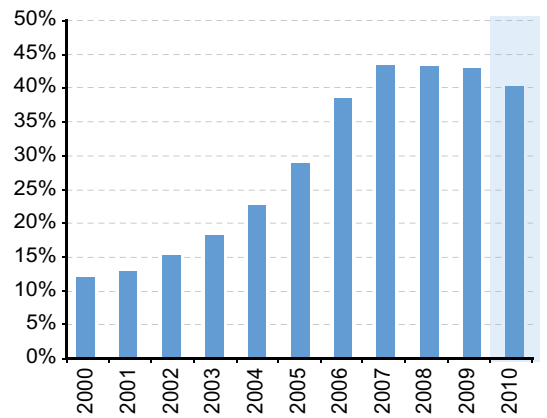
* Reino Unido: ago-10

**EEUU: jun-10

Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Gráfico 6

Endeudamiento de empresas inmobiliarias y constructoras (Crédito como % PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

En 2006 la construcción llegó a representar el 9,6% del VAB en términos reales y fue el responsable del 12,6% del crecimiento económico. El auge del sector vino acompañado de una elevada demanda de crédito por parte de las empresas constructoras y promotoras. A pesar de la contracción que viene sufriendo desde mediados de 2007¹, continúa siendo una actividad excesivamente apalancada. El grado de apalancamiento de la construcción y de las actividades inmobiliarias es superior al del resto de actividades de la economía, brecha que ha aumentado considerablemente en los últimos años. Así, con datos hasta junio de 2010, la ratio crédito prestado a empresas sobre el VAB del sector para las compañías de la construcción y de actividades inmobiliarias ascendía al 239%. Mientras tanto, para el resto del tejido empresarial español la ratio se mantenía en el 62%, tan sólo 21 p.p. más que en 2000. Como se verá más adelante, esta heterogeneidad en el nivel de apalancamiento entre sectores implica que existe una cantidad importante de empresas, con peso específico en la economía, preparadas para enfrentar el nuevo contexto internacional.

Este elevado nivel de endeudamiento y la necesidad de reducirlo durante los próximos años, viene acompañado por el problema que supone la existencia de otros desequilibrios acumulados durante los últimos años y que han derivado en una importante sobreoferta de viviendas. Por ejemplo, de acuerdo a BBVA Research (2009b) el stock de vivienda nueva sin vender habría llegado a superar el millón de viviendas a finales de 2009. En cualquier caso, aunque en el corto plazo estos desequilibrios constituirán un lastre importante para el sector, nótese que tras la digestión de este stock y dada una demanda potencial en el medio plazo en torno a las 350 mil viviendas anuales (veáse BBVA 2009b), la construcción seguirá siendo un sector relevante para la economía española.

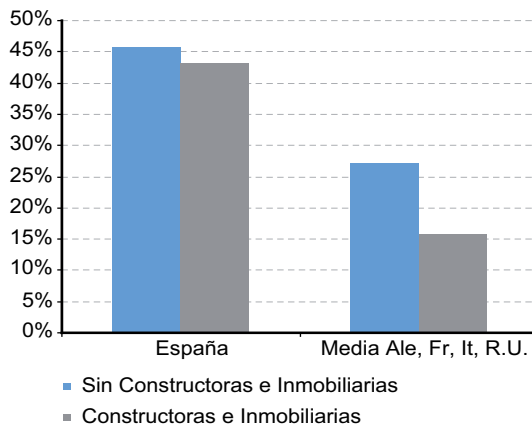
Hacia delante, el nuevo entorno internacional requiere que los proyectos a financiar contengan una mayor cantidad de recursos propios

A pesar de la compleja situación financiera del sector de la construcción, la economía española presenta un escenario muy heterogéneo. Desagregando las cifras de crédito por sectores se aprecia como no todo el tejido empresarial se encuentra en la misma situación de endeudamiento. La comparativa internacional muestra que el colectivo empresarial español está, en términos generales, más endeudado que la media de los principales países europeos, acentuándose más esta diferencia en el sector de la construcción –la ratio de crédito sobre PIB de las empresas inmobiliarias y del sector de la construcción españolas se sitúa 30 p.p. por encima de la media de las principales economías europeas- (Gráfico 7). El resto de sectores de la economía cuenta con una situación financiera más saneada, ya que su endeudamiento, a pesar ser elevado y haber crecido en los últimos diez años, se mantiene dentro de unos límites aceptables siendo, en media, equiparable al 50% del VAB que produce, un nivel muy inferior al que presentan las empresas inmobiliarias y del sector de la construcción (Gráfico 8). De hecho, en la economía española existen sectores que cuentan con empresas con niveles de apalancamiento equiparables, e incluso mejores, a los de sus competidoras europeas, capaces de implicarse de lleno con los proyectos a financiar.

1: En la actualidad, el peso de la construcción en la economía se ha reducido hasta el 8,6%, siendo el responsable de más de un 16% del descenso del VAB en 2009.

Gráfico 7

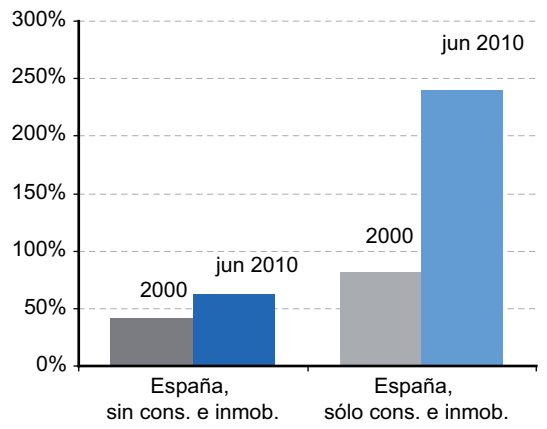
Crédito a empresas / PIB 2009



Fuente: BBVA Research a partir de BCE y BdE

Gráfico 8

España, Crédito a empresas / VAB del sector



Fuente: BBVA Research a partir de BCE y BdE

Para realizar un análisis pormenorizado, se utiliza la base de datos BACH², que recoge estadísticas sobre los balances armonizados de una muestra de empresas de distintos países³. El análisis de esta base de datos ha permitido elaborar el Cuadro 1, en el que se han seleccionado una serie de sectores en los que las empresas españolas se comparan a nivel europeo (Alemania, Francia e Italia) en algunos aspectos clave para el modelo económico de los próximos años como el grado de endeudamiento, la rentabilidad, la apertura externa o el peso en la economía española. Como se puede observar, una parte importante de los sectores de la economía española presenta niveles de endeudamiento que son similares a los observados en las economías de nuestro entorno, por lo que el proceso de despalancamiento no les afectará de manera significativa. Tras aprender de los excesos del pasado, el nuevo contexto internacional ha ganado en exigencia y las decisiones de financiación estarán condicionadas al grado de participación de las propias empresas en los proyectos, lo que implicará un mayor peso de los recursos propios.

2: Véase : <http://www.bachesd.banque-france.fr>

3: Las empresas se clasifican, entre otras variables, por su nivel de facturación y por el sector y la rama de actividad en la que operan. En el presente análisis no se ha tenido en cuenta el tamaño de la empresa, por lo que se han considerado todas las empresas de la muestra con independencia de su nivel de facturación

Cuadro 1.

Indicadores sectoriales en perspectiva internacional comparada

	Endeudamiento		Rentabilidad		VAB Real	Exportaciones
	España	Media (AL-FR-IT)	España	Media (AL-FR-IT)	Peso en el VAB español	Peso en las exportaciones españolas
Hoteles y restaurantes	56,2	58,8	8,9	4,0	7,3	14,5
Programación, consultoría y actividades relacionadas	57,5	49,5	6,0	5,4	7,1	9,2
Comercio al por menor, excepto de vehículos de motor	57,3	62,7	4,5	2,0	6,4	
Transporte	42,2	51,9	7,4	2,4	5,6	5,7
Comercio al por mayor e intermediarios del comercio, excepto de vehículos de motor	61,5	62,8	3,2	2,4	4,1	
Correos y telecomunicaciones*	62,6	61,4	19,7	0,2	4,0	0,5
Electricidad, gas y suministro de agua	51,2	42,7	14,7	8,7	3,7	0,6
Elaboración de productos alimenticios, bebidas y tabaco	54,1	54,4	7,3	3,5	2,7	9,4
Metales básicos y metales fabricados	43,3	55,0	6,4	4,6	2,6	4,7
Automóviles y equipos de transporte	63,6	53,1	0,7	0,2	2,2	14,7
Fabricación de sustancias y productos químicos	54,3	47,2	5,5	5,9	1,7	8,9
Fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos	61,4	49,9	6,1	4,3	0,8	4,4
Industria textil	51,8	54,6	4,0	4,2	0,7	2,9
Fabricación de maquinaria de oficina	56,9	33,5	1,7	0,7	0,1	0,9
TOTAL					49,0	76,4

Endeudamiento: Recursos ajenos como porcentaje del activo total, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach

Rentabilidad: beneficio neto en porcentaje de la facturación neta, media anual (2000-2007). A partir de la base de datos Bach

* Media (AL-IT)

VAB Real: a partir de datos de INE (VAB del sector como % del VAB en 2008)

Exportaciones: a partir de datos de OCDE y DATACOMEX, 2008. Servicios representan el 33,8% de las exportaciones totales

Fuente: BBVA Research a partir de BACH, INE y DATACOMEX

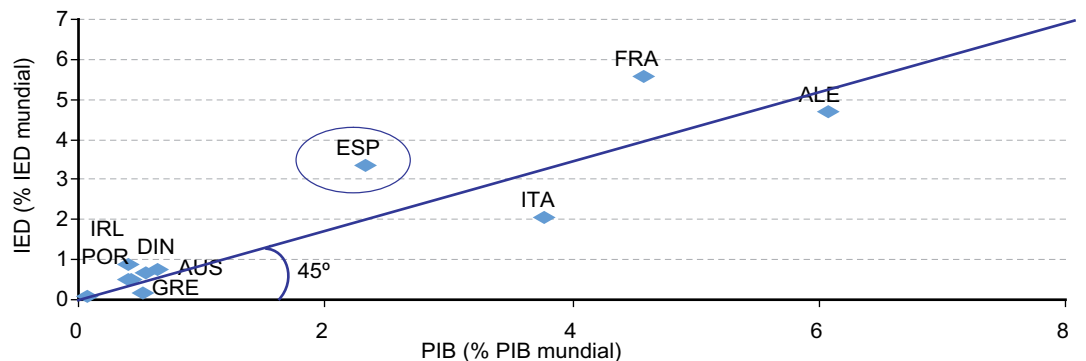
En un número importante de sectores, las empresas españolas son más rentables que las de las grandes economías europeas y atraen inversión del exterior

El tejido productivo español cuenta con una serie de sectores en los que operan empresas comparativamente más rentables que la media europea (Cuadro 1), bien regulados, y capaces de atraer inversión del exterior. Tal y como menciona el informe del FMI (2010), la reducción de barreras de entrada en servicios de red (gas, electricidad, telecomunicaciones) y en servicios de distribución al por menor han sido factores importantes a la hora de atraer inversión. Así, España es uno de los principales receptores de IED del mundo, atrayendo el 3,4% de los flujos de inversión en los últimos años, a pesar de su reducido tamaño en relación con el PIB mundial (Gráfico 9).

Gráfico 9

UEM-16*:

Contribución a la IED mundial vs contribución al PIB mundial (promedio 2000-2009)



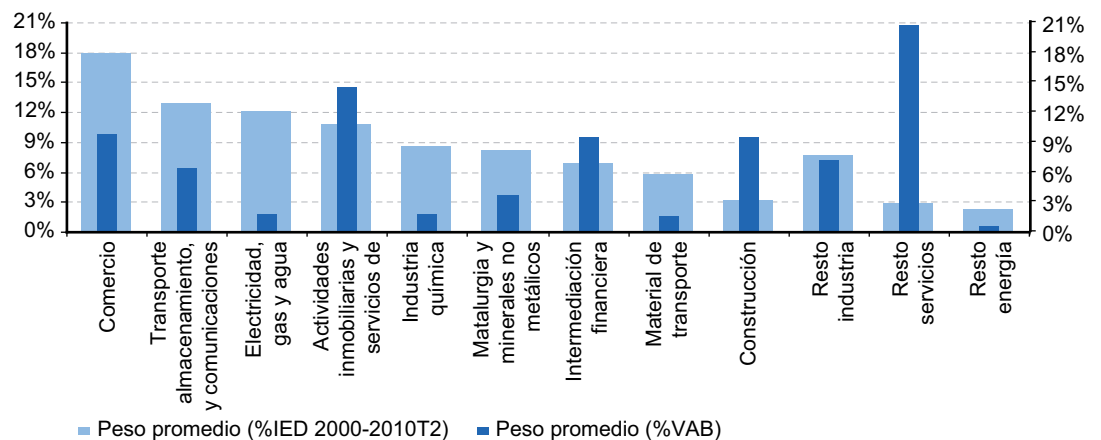
* UEM16: excluyendo a Holanda, Luxemburgo, Bélgica, Chipre y Malta
Fuente: BBVA a partir de UNCTAD

El energético ejemplifica la mejora en la regulación que se ha observado en algunos sectores de la economía española. Adicionalmente, exhibe uno de los mayores diferenciales positivos en términos de rentabilidad con el promedio europeo y ofrece grandes oportunidades de inversión, sobre todo en el ámbito de las energías renovables. A pesar de los recortes en las tarifas que se vienen produciendo desde 2007 y la irrupción de China e India en el sector, España se mantiene entre los países más atractivos para la inversión en renovables, situándose en el octavo puesto del ranking general y manteniendo la segunda posición en energía termosolar⁴. Otro ejemplo de éxito es el comercio que, sin ser un sector típicamente receptor de IED a nivel mundial, ocupa una posición estratégica en España. Así, mientras en países como Grecia o Portugal el comercio apenas representa un 6% de la IED total, en España concentra el 18%, siendo especialmente significativo el comercio al por mayor (15,1%).

La industria química, por su parte, también recibe un porcentaje por encima de la media de los flujos de IED (8,6%), a pesar de su moderada contribución al valor añadido de España (2%), destacando sobre todo la industria farmacéutica, que concentra más del 50% de la IED destinada al sector químico. Además de ser el cuarto país en ventas de productos farmacéuticos de la UE-15, España cuenta con un capital humano altamente cualificado en el campo de las ciencias de la salud y la vida⁵. También existe una alta especialización en todos los campos de las ciencias de la vida, farmacia y biotecnología, contando con una infraestructura moderna e innovadora (Red de Terapia Celular Europea (Sevilla) o el Observatorio Europeo de Biotecnología (Barcelona), entre otros.

Gráfico 10

Peso de cada sector en la IED realizada en España



* UEM16: excluyendo a Holanda, Luxemburgo, Bélgica, Chipre y Malta
Fuente: BBVA a partir de DATAINVEST

4: Véase Ernst and Young (2010).

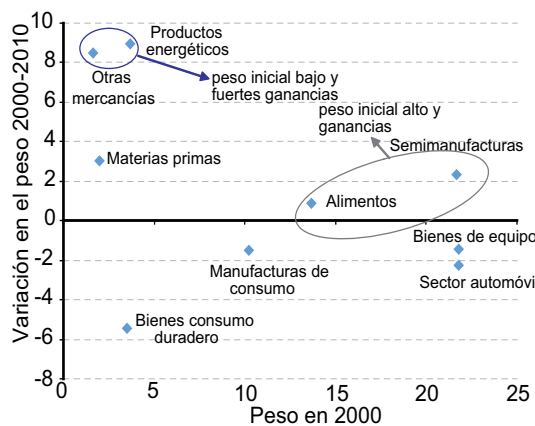
5: Según el "Informe de Relevancia de la Biotecnología en España" (2009), España produjo en 2008 el 3,2% de la producción científica de biotecnología mundial y un 8,5% de la producción de la UE-15, siendo el quinto país en producción científica a nivel europeo. Desde el año 2000, la contribución de España a la producción científica mundial habría crecido un 33%.

Un conjunto de sectores exportadores, de creciente importancia en el tejido productivo, se abre paso en nuevos y dinámicos mercados

Durante la última década, el sector exportador de bienes en España, que abarca más del 65% de las exportaciones totales, ha protagonizado un cambio notable en su composición interna. Por grandes sectores, destaca, por un lado, la ganancia de peso de productos energéticos, otras mercancías y materias primas, los cuales partían con una importancia comparativamente reducida y, por otro lado, la expansión de semimanufacturas y alimentos, que a comienzos de la década ya figuraban entre los principales sectores exportadores de la economía española (Gráfico 11). En contraposición, se observa que el sector de bienes de consumo duradero ha reducido significativamente su peso dentro del total, además de la disminución experimentada por las manufacturas de consumo, el sector del automóvil y los bienes de equipo. Un análisis sectorial más desagregado pone de manifiesto la mejora de los sectores fabricantes de productos químicos, hierro y acero, metales no ferrosos u otros bienes de equipo, frente a la ganancia más moderada de aquellos productores de otros bienes de equipo, textiles o materias primas, entre otros (Gráfico 12). Por su parte, el sector servicios ha incrementado ligeramente su peso exportador en la última década alcanzando el 35% del total en 2009.

Gráfico 11

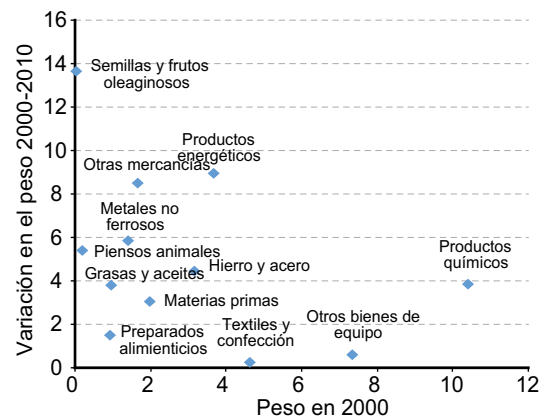
Exportaciones de bienes en España por grandes sectores: Peso en 2000 y variación en el peso promedio anual 2000-2010 (en puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 12

Exportaciones de bienes en España: Peso en 2000 y variación en el peso promedio anual 2000-2010 (en puntos porcentuales)



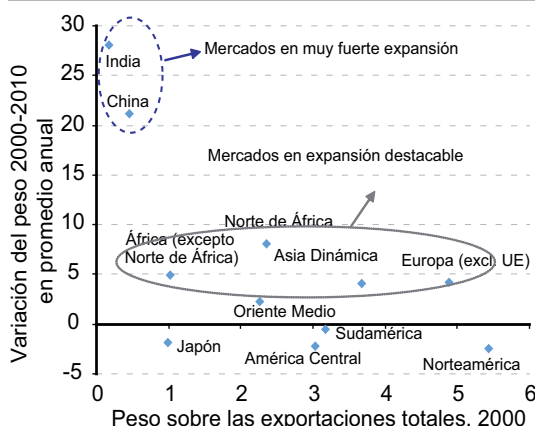
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Otro elemento positivo subyacente a la evolución reciente del sector exportador en España es el creciente abanico de destinos de las exportaciones de bienes españoles. En referencia a este último aspecto, cabe destacar la continua expansión de las exportaciones de bienes españoles con destino fuera de la Unión Europea, cuyo peso ha pasado del 28% al 34% en la última década y que viene protagonizado, fundamentalmente, por la expansión a destinos asiáticos, economías europeas extra-Unión Europea y países africanos (Gráfico 13). Dado que el grado de apertura de un sector económico constituye uno de los determinantes de su expansión, el crecimiento previsto de la demanda interna de aquellos países-destino de las exportaciones españolas representa un aspecto de especial relevancia. Así, los distintos organismos e instituciones económicas internacionales coinciden en señalar que las economías emergentes se erigirán como nuevos motores del crecimiento económico mundial en los próximos años, por lo que la rentabilidad esperada de aquellas actividades económicas cuya producción se oriente hacia países en desarrollo será significativamente mayor. En particular, las previsiones actuales de BBVA Research indican que la tasa de crecimiento promedio de los países emergentes triplicará a la de los desarrollados en el próximo quinquenio (un 6% frente a un 2%). Dado que una gran parte del crecimiento de las economías emergentes procederá de la pujanza de su demanda interna, aquellos sectores de la economía española que busquen satisfacer los requerimientos de consumo e inversión de los países emergentes experimentarán una expansión comparativamente elevada. El tejido exportador en España no ha permanecido ajeno a este cambio y, como muestra el Gráfico 14, la expansión en el peso de las exportaciones destinadas a países EAGLEs (Emerging and Growth-Leading Economies, denominación acuñada recientemente en BBVA Research (2010a)) ha sido significativa.

Finalmente, el conjunto de sectores de la economía española que destaca tanto por su reducido nivel de endeudamiento como por la rentabilidad comparada a nivel internacional representa una parte importante del tejido productivo, por encima del 45% del VAB en 2008 y muestra un grado de internacionalización notable, representando el 76% de las exportaciones totales de bienes y servicios (Cuadro 1).

Gráfico 13

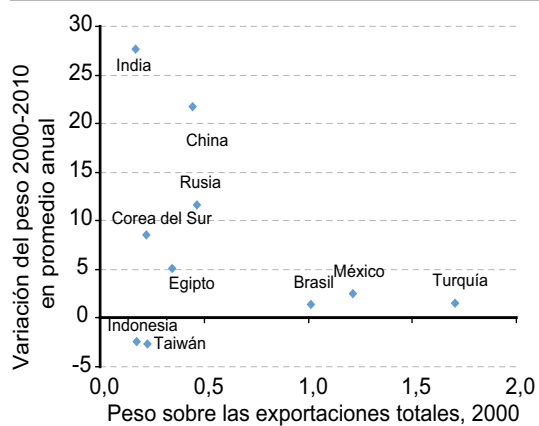
España: Exportaciones Extra-UE, peso en el total de exportaciones en 2000 y variación 2000-2010 en promedio anual (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 14

España: Exportaciones a países EAGLES, peso en el total de exportaciones en 2000 y variación 2000-2010 en promedio anual (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Características como el uso más intensivo de tecnología o la demanda originada por cambios demográficos serán fundamentales para explicar los nuevos sectores de futuro

Utilizando la base de datos EU KLEMS⁶, BBVA Research (2008b) señala dos grupos de sectores económicos, no excluyentes, para los cuales se espera un mayor protagonismo en el crecimiento futuro. El primer grupo se caracteriza por una productividad comparativamente elevada derivada de una utilización más intensiva de la tecnología e incluye, principalmente, la fabricación de maquinaria y material eléctrico, construcción aeronáutica y espacial, actividades informáticas, I+D y ramas del sector de otras actividades empresariales asociadas al asesoramiento y la consultoría de empresas.

El segundo grupo exhibe como rasgo distintivo una demanda originada por cambios demográficos de carácter estructural. La evolución prevista de las actividades sanitarias y de servicio social vendrá determinada por el crecimiento de la esperanza de vida de la población española⁷, lo que unido a tasas de fertilidad reducidas, acelerará el proceso de envejecimiento, incrementando las necesidades derivadas del mismo. Además, la relevancia de las actividades asociativas, recreativas, culturales, deportivas y de servicios personales, del comercio y del turismo dependerá del crecimiento de la renta per cápita de la población, que permitirá continuar incrementando la proporción de recursos destinados al ocio.

Por último, es preciso considerar que los hábitos de consumo de las economías desarrolladas tienden a converger a lo largo del tiempo. Por lo tanto, aquellos bienes y servicios cuyo peso en la cesta de consumo de los hogares españoles sea reducido en relación con el de las restantes economías desarrolladas, experimentarán un aumento relativo de su consumo. En particular Alloza y García (2010) muestran una homogeneización significativa de los patrones de consumo de los bienes de carácter duradero.

6: Para una descripción detallada de la base de datos EU KLEMS, consúltese: <http://www.euklems.net>.

7: Según las últimas proyecciones demográficas de largo plazo del INE (disponibles en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t20/p251&file=inebase&L=>) la esperanza de vida al nacer de las mujeres se incrementará en 5,5 años hasta alcanzar los 89,9 en 2048; en el caso de los hombres, la esperanza de vida al nacer se situará en los 84,3 años en 2048, 6,3 más que la actual.

La implementación de reformas estructurales es clave para elevar la tasa de crecimiento potencial de los sectores de futuro

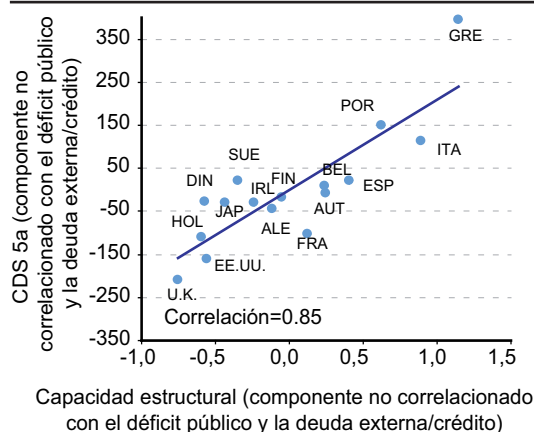
El establecimiento de un patrón de crecimiento más diversificado, equilibrado, productivo y que sea capaz de reducir al mismo tiempo la tasa de desempleo exige la implementación de medidas de política económica concretas, algunas de las cuales pueden tener efectos inmediatos si se implementan adecuadamente (e.g., la reforma del mercado de trabajo) pero otras sólo a muy largo plazo (e.g., la mejora del sistema educativo). Como sostienen Andrés y Doménech (2010), la adopción de reformas estructurales no representa una alternativa al cambio de modelo productivo, sino que constituye una condición necesaria para conseguir y acelerar los objetivos que se persiguen. De forma adicional, es necesario diferenciar positiva y definitivamente a España respecto a otros países periféricos en los mercados soberanos de deuda. En concreto, BBVA Research (2010b) con su "Indicador de Capacidad Estructural" (ICE) demuestra que los mercados financieros ponen una atención importante a los procesos reformadores y a la capacidad productiva del país, ya que esto determina si los procesos de desapalancamiento en marcha en los sectores público y privado se darán en contextos de alto o bajo crecimiento (Gráficos 15 y 16).

En este sentido, recientemente se ha observado una aceleración del proceso de reformas en la economía española, que ha llevado a un adelantamiento del proceso de consolidación fiscal, a una reforma laboral y a un proceso de consolidación del sector financiero. Aquí hay que decir que aunque la reforma del mercado laboral supone un avance relevante, la incertidumbre sobre su desarrollo e implementación sigue siendo elevada, por lo que es difícil valorar su potencial impacto sobre la tasa de paro y sobre el crecimiento de la economía. Por otro lado, es preciso afianzar y avanzar en el proceso de reestructuración de una parte acotada del sistema financiero español acelerando, en lo posible, su transformación y redimensionamiento, y asegurando la adopción de niveles de capitalización consistentes con las tendencias que marca la nueva regulación bancaria a nivel mundial. Asimismo, las AA.PP. necesitan continuar garantizando que los objetivos de déficit fiscal son una prioridad.

En general, estas medidas tienen que ser complementadas con otras. En BBVA Research (2010b), las mayores debilidades que se detectan en el ICE son la necesidad de mejoras adicionales en el funcionamiento del mercado laboral, la disminución de los obstáculos para las empresas, pero de manera más importante, el déficit que existe en el stock de capital humano y la capacidad de innovación (Gráficos 17 y 18). Dada la importancia de estos factores, y la lentitud con la que tardan potenciales reformas en afectarlos, es de vital importancia que se avance con suma urgencia en estos frentes.

Gráfico 15

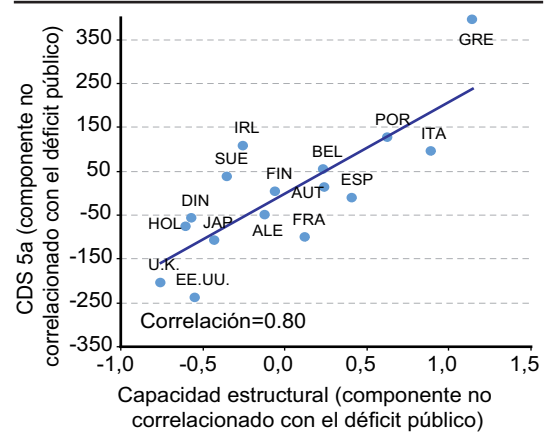
Capacidad estructural y riesgo país



Fuente: BBVA Research

Gráfico 16

Capacidad estructural y riesgo país

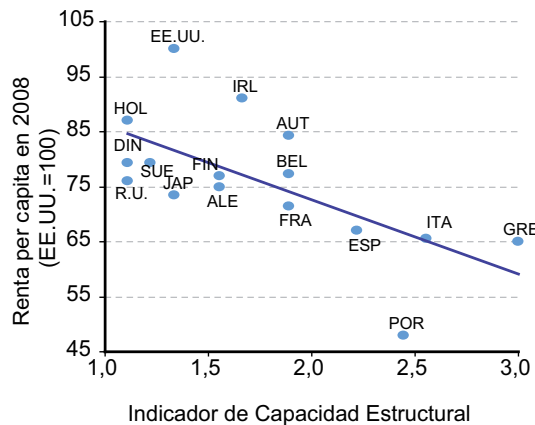


Fuente: BBVA Research

Como conclusión podemos decir que las reformas necesarias en la economía española deben favorecer un proceso ordenado de desapalancamiento de familias y empresas, al mismo tiempo que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, mejoren la regulación de los mercados de bienes y servicios, potencien un sistema impositivo más eficiente, reduzcan las necesidades de financiación de la economía y promuevan una población activa mejor cualificada. Avanzar en estas medidas estructurales y afianzarlas resultará crucial para crear un entorno más favorable a la inversión de las empresas, a la financiación exterior y a la creación de empleo, acelerando la salida de la crisis de la economía española hacia un potencial de crecimiento mayor.

Gráfico 17

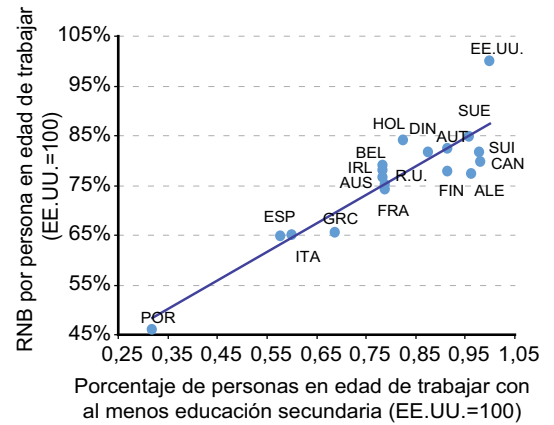
Renta per cápita y capacidad estructural



Fuente: BBVA Research a partir de OCDE y FMI

Gráfico 18

Renta per cápita y capital humano



Fuente: BBVA Research a partir de OCDE y FMI

Bibliografía

Alloza, M. y J. R. García (2010): “Convergencia de hábitos de consumo: ¿qué bienes y servicios tienen una perspectiva más favorable de expansión futura en España?”, *Observatorio Sectorial España*. BBVA Research.

Andrés, J. y R. Doménech (2010): “Cambio de Modelo y Creación de Empleo en España: ¿Podemos Permitirnos no Reformar el Mercado Laboral?”. En Dolado, J. J. y F. Felgueroso (coordinadores): *Propuesta para la reactivación laboral en España*. Fedea. Madrid. (Disponible en: http://www.crisis09.es/propuesta/?page_id=755)

BBVA Research (2008a): “España, ante el reto de reducir su déficit exterior en un entorno financiero adverso”, *Situación España, noviembre 2008*. SEE BBVA. Madrid.

BBVA Research (2008b): “Una perspectiva sectorial del crecimiento”, *Situación España, julio 2008*. BBVA Research. Madrid.

BBVA Research (2009a): “Diez años de diferencial de inflación entre España y la zona euro”, *Situación España, marzo 2009*. BBVA Research. Madrid.

BBVA Research (2009b) *Situación Inmobiliaria, diciembre 2009*. BBVA Research. Madrid.

BBVA Research (2010a): “BBVA EAGLEs”, *Economic Watch, noviembre 2010*. BBVA Research. Madrid.

BBVA Research (2010b): “La necesaria consolidación e intensificación del proceso de reformas”, *Situación España, noviembre 2010*. BBVA Research. Madrid.

Campa, J. M. y A. Gavilán (2006): “Current Accounts in the Euro Area: An Intertemporal Approach”, Banco de España. Documento de Trabajo 0638.

Ernst and Young (2010): “Renewable Energy Country Attractiveness Indices”, Issue 26, agosto 2010.

Genoma España (2009): “Informe de Relevancia de la Biotecnología en España”.

Obstfeld, M. y K. Rogoff, (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.

FMI (2010): “Europe: Building Confidence”. *Regional Economic Outlook, october 2010*. World Economic and Financial Surveys. Washington, D.C.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe de España y Europa
Rafael Doménech
34 91 537 36 72
r.domenech@grupobbva.com

Economista Jefe de España
Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@grupobbva.com

Mónica Correa
+34 91 374 64 01
monica.correa@grupobbva.com

Virginia Pou
+34 91 537 77 23
virginia-puo@grupobbva.com

Juan Ramón García
+34 91 374 33 39
juanramon.gl@grupobbva.com

Pep Ruiz
+34 91 537 55 67
ruiz.aguirre@grupobbva.com

Félix Lores
+34 91 374 01 82
felix.lores@grupobbva.com

Camilo Andrés Ulloa
+34 91 537 84 73
camiloandres.ulloa@grupobbva.com

Isabel Mohedano
+34 91 374 62 66
isabel.mohedano@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com
Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com