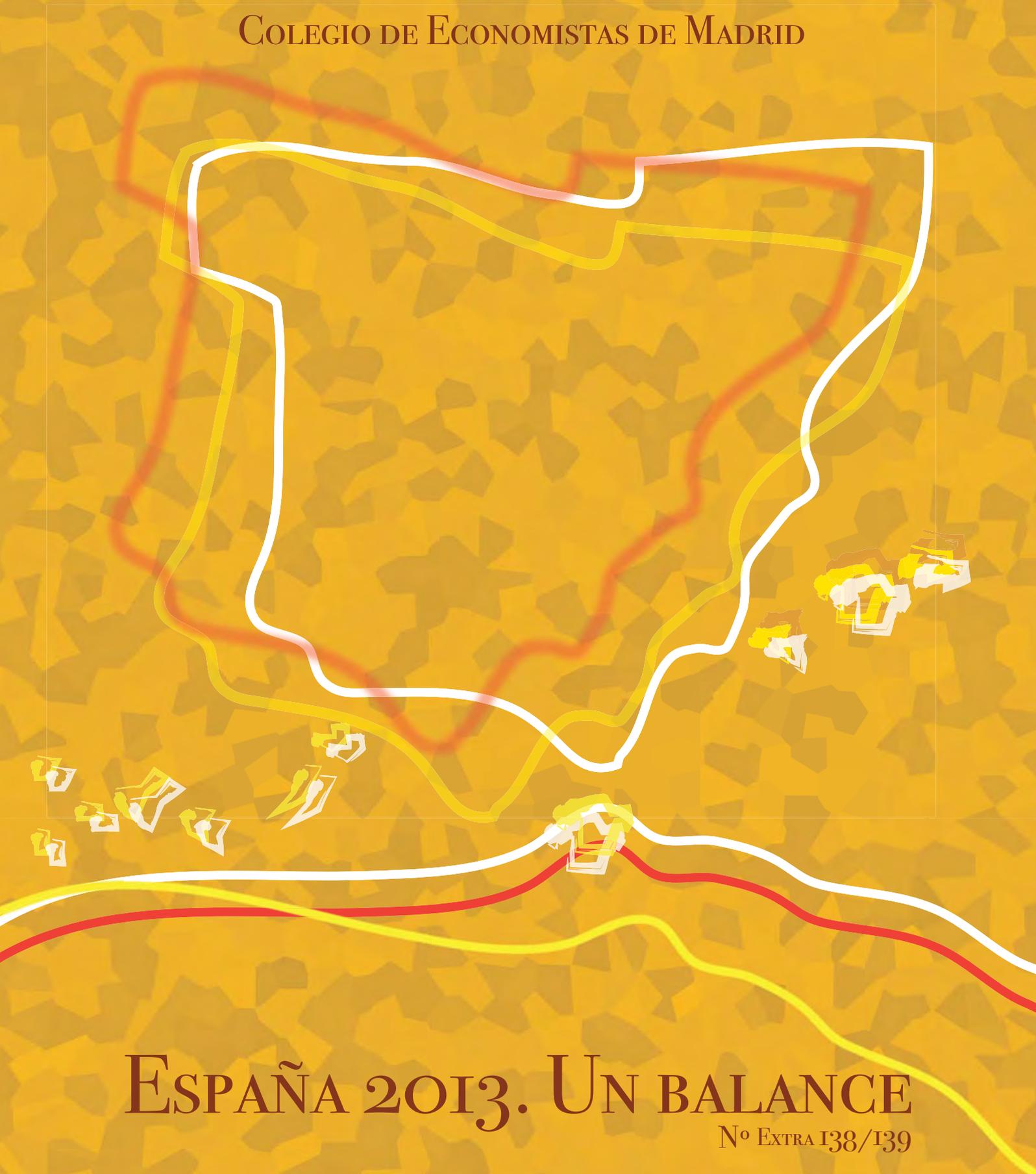


ECONOMISTAS

MADRID

COLEGIO DE

COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID



ESPAÑA 2013. UN BALANCE

Nº EXTRA I38/I39

ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Nº Extra 138/139 - Marzo 2014

Consejo de Redacción

Director

Jaime Requeijo

Secretario

José M.^a Pérez Montero

Consejeros

Fernando Bécker

José M.^a de la Cruz

Juan José Durán

José M.^a Espí

Pascual Fernández

Juan Emilio Irazo

Fernando Peña

Amelia Pérez Zabaleta

José M.^a Rotellar

Redacción y Administración

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

91 559 46 02

revista.economistas@cemad.es

www.revistaeconomistas.com

Diseño de Portada

Fernando Villar

Impresión

Raíz Técnicas Gráficas

Depósito Legal

M-13.155-1983

ISSN 0212-4386



Colegio de
Economistas
de Madrid

El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados, los únicos responsables son sus propios autores.

6 Editorial

8 Panorama general

Coordinador: *Juan E. Irazo*

- 9 Análisis de la situación actual de la economía global, con especial consideración de la europea
Juan Velarde Fuertes

- 17 Aspectos más relevantes de la economía española
Cristóbal Montoro Romero

- 23 El inicio de un nuevo ciclo económico
Luis de Guindos Jurado

- 28 Un quinquenio crítico: la reindustrialización necesaria
José Ramón Lasuén

36 Sectores productivos

Coordinadora: *Amelia Pérez Zabaleta*

- 37 La evolución de la industria: algunas señales esperanzadoras
Rosario Gandoy y Belén González-Díaz

- 44 Turismo: el motor de la recuperación económica
Ignacio Ducasse Gutiérrez y Andrés Fernández Alcantud

- 53 La inversión en infraestructuras del sector transporte
Fernando Barreiro Pereira

64 Sistema financiero

Coordinador: *Jaime Requeijo*

- 65 Reforma y estabilización del sector bancario español
Emiliano González Mota

- 69 Sanear y reestructuración del sector financiero
Antonio Carrascosa y Mario Delgado

- 76 Un nuevo entorno regulatorio para la banca
María Abascal y Santiago Fernández de Lis

- 80 Sistema financiero y financiación empresarial
Jesús Sainz

86 **Sector público**

Coordinador: *José M^a Espí*

87 Necesidad de reglas fiscales que garanticen la autonomía de la política monetaria
Maximino Carpio García

91 La persistencia del desahorro público y del déficit estructural
Victorio Valle y Reyes Navarro

102 La deuda pública recupera la confianza de los inversores
Iker Goicoechea y César Cantalapiedra

110 Gastos “impropios” y provisión eficiente de servicios municipales en la Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local
Francisco Pedraja Chaparro y José Manuel Cordero Ferrera

116 **Capital humano y empleo**

Coordinador: *Pascual Fernández*

117 Las reformas del mercado de trabajo y las políticas de empleo. Estrategia, medidas y resultados
Fátima Báñez

125 Cambios en la jubilación de los españoles durante la crisis
Catalina Amuedo-Dorantes y Cristina Borra

134 La situación de la mujer en el mercado laboral después de la crisis
Lorenzo Escot Mangas y José Andrés Fernández Cornejo

142 Crecimiento económico y creación de empleo
Pascual Fernández

148 **Actividad empresarial**

Coordinador: *Juan José Durán Herrera*

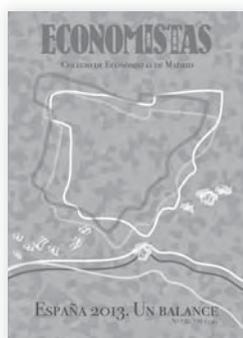
149 La realidad de la empresa española y perspectivas
Juan Rosell Lastortras

155 Los beneficios de las sociedades no financieras en España: 2006-2013
Vicente Salas Fumás

167 2013: el año del récord de turismo extranjero en España
Ramón Estalella Halffter

175 Internacionalización de la empresa española en la crisis. Exportaciones e inversión directa
Juan José Durán Herrera y Fernando Úbeda Mellina

- 184 **Vivienda**
Coordinador: *Gregorio Izquierdo*
-
- 185 Evolución y perspectivas del mercado de la vivienda
José María Duelo Marcos
-
- 193 El sector inmobiliario en el corto y medio plazo:
una visión positiva
Félix Lores e Ignacio San Martín
-
- 200 El mercado de alquiler en la actual coyuntura
María Luisa Recio Rapún
-
- 205 La evolución de los precios de la vivienda en España:
un análisis de las distintas fuentes estadísticas
Jacob Cabañas Castellanos
-
- 210 **Economía de Madrid**
Coordinador: *José M^a Rotellar*
-
- 211 Situación y perspectivas de la economía madrileña
Miguel Cardoso, Rafael Doménech y Pep Ruiz
-
- 219 La Comunidad de Madrid en los mercados
Pablo Lladó
-
- 224 El tercer emisor público
Javier Guzmán
-
- 231 Financiación del tejido productivo en la Comunidad de Madrid
Manuel Iturbe
-
- 238 **Premio Nobel de Economía 2013**
-
- 239 Eficiencia versus exuberancia irracional
Rafael Flores de Frutos
-



EL AÑO DEL CAMBIO

Superar una recesión provocada por una doble crisis —la crisis financiera global y la derivada del estallido de una gran burbuja inmobiliaria— no es tarea sencilla ni rápida, en ningún caso, y menos aún cuando se es parte de una Unión Monetaria.

No es tarea sencilla porque la mejora de competitividad exterior no puede lograrse mediante una devaluación de la moneda sino que requiere depreciar el tipo de cambio real y, por tanto, reducir los costes de todo tipo y, en especial, los laborales. Ni lo es, además, si hay que llevar a cabo un esfuerzo de consolidación fiscal que, por el juego de los multiplicadores fiscales, dificulta el crecimiento y frena la ampliación de la base tributaria.

No es tarea rápida porque la economía española ha tenido que superar la desconfianza de los mercados financieros y ese cambio, de la desconfianza a la confianza, entraña una serie de medidas que no surten efecto inmediato y que tropiezan, además, con resistencias de todo tipo.

El presente número de la revista *Economistas* tiene por finalidad presentar al lector una serie de trabajos, escritos desde muy diversos ángulos, en los que se analizan distintos aspectos de la economía española en 2013, trabajos precedidos por una valoración de la economía mundial y culminados, al igual que otros años, con un análisis de la economía de Madrid y un resumen de las aportaciones teóricas de los tres profesores que obtuvieron, en ese año, el Nobel de Economía.

Serie de trabajos, los referidos a la economía española, que le permitirán al lector calibrar los rasgos positivos que nuestra economía ya presenta en el año 2013; y reflexionar, además, sobre lo queda por hacer para dejar atrás la recesión que nos ha atenazado durante casi seis años y lograr que la economía crezca a ritmos que permitan crear empleo neto de forma sostenida.

Entre los aspectos positivos cuentan la recuperación de la confianza de los mercados financieros, la reforma y recapitalización del sector bancario, las reformas laborales, la mejora de los márgenes de las sociedades no financieras y, por supuesto, el buen pulso del sector exterior. Elementos todos ellos claramente entrelazados. La deuda pública española no se enfrenta a primas de riesgo alarmantes, como ocurriera tiempo atrás, porque, a los ojos de los inversores, la economía discurre por caminos ciertos y el esfuerzo de consolidación fiscal se mantiene; el sector bancario, y en especial el sector de las cajas de ahorros, se ha reordenado y mejorado su solvencia; las reformas laborales han flexibilizado los mercados de trabajo y deben permitir crear empleo con menores ritmos de crecimiento; muchas de las sociedades no

financieras han mejorado sus resultados en 2013; y, por supuesto, el sector exterior ha mostrado un notable dinamismo, lo que ha dado como resultado una cuenta corriente positiva, lo que significa que la inversión nacional se financia ya con el ahorro interno y que el endeudamiento exterior se reduce.

Quedan, por supuesto, muchos problemas por resolver. Disminuir el nivel de deuda pública es, tal vez, el más importante, disminución que requiere no solo reequilibrar las cuentas públicas y reducir el coste medio de esos pasivos —reducción que ya se está operando— sino, además, elevar el ritmo de crecimiento de la economía para lograr, de esa forma, que deje de producirse el efecto bola de nieve de la deuda. El saneamiento del sector financiero y la mejora de expectativas deben traducirse en una mayor fluidez del crédito al sector privado, petición continuamente repetida por el sector de empresas no financieras y, sobre todo, por las empresas medianas y pequeñas. Y debe seguir el esfuerzo de racionalización de las administraciones públicas para reducir su tamaño, en la medida de lo posible, y para evitar gastos innecesarios o claramente redundantes.

En todo caso, y como en anteriores ocasiones, lo que *Economistas* pretende es ofrecer al lector un panorama amplio de la economía española en 2013, año de cambios importantes, un panorama que le permitirá juzgar dónde se encuentra y hacia dónde se dirige nuestra economía.



PANORAMA GENERAL

Coordinador

Juan E. Iranzo

*Decano-Presidente del Colegio de
Economistas de Madrid*

ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA ECONOMÍA GLOBAL, CON ESPECIAL CONSIDERACION DE LA EUROPEA

Juan Velarde Fuertes

Catedrático Emérito, UCM

RESUMEN

Se inicia con el cambio fundamental, que en la economía global y en la europea provocó la dinámica —que continúa de la Revolución Industrial—. Dentro de ella se destacan las novedades que suceden, a partir del final de la Guerra Fría, como lo ocurrido en China, en Estados Unidos, en Europa, en Japón y en Rusia, exponiendo también las tesis de que este desarrollo lleva en sí plomo en el ala según una serie de personas. El caso de Europa es especialmente analizado, a partir del progreso en sus procesos de unión, con especial énfasis en el papel que tuvieron los tres padres fundadores y la actuación de Europa dentro de la nueva situación creada por la última etapa de la Revolución Industrial, y cómo necesita una reforma tributaria, un replanteamiento financiero a causa del euro, así como eliminar toda tentación secesionista en sus Estados miembros, sin olvidar, finalmente, lo que puede deparar la actual crisis económica.

PALABRAS CLAVE

El Gran Pan, Revolución Industrial, Espiral contractiva, China, Padres fundadores, Avance científico y tecnológico, Déficit presupuestario, Reforma tributaria, Euro, Crisis.

En el *ABC* de 19 de julio de 1986 escribía esto Pedro Laín Entralgo: *Cuenta Plutarco que cuando en Roma imperaba Tiberio, un navegante, a largo de la isla de Paxos, oyó esta grande y terrible exclamación: ¡El Gran Pan ha muerto! Todos entenderían luego que esas palabras estaban proclamando el final de la cultura antigua.*

Algo por el estilo seguramente retumbó en el Atlántico hacia 1783, momento inicial, por cierto, de la independencia de los Estados Unidos, señalando el final de la cultura del Neolítico y el comienzo de la cultura de la Revolución Industrial. La muerte de ese otro Gran Pan habría comenzado en los siglos XVI y XVII, gracias a los filósofos que anunciaban, entre otras cosas, en la polémica de los universales, el triunfo del nominalismo, con lo que iba a irrumpir, con todas sus consecuencias tecnológicas, la ciencia moderna.

La cristalización de todo ello produjo la Revolución Industrial, acompañada, casi desde sus primeros pasos, por la justificación de una plena libertad econó-

mica, gracias a las aportaciones de la Escuela clásica. Esta justificación saltó a la política económica y dio lugar a, con la mentalidad de hoy, una escalofriante conducta en las fábricas iniciales, a más de la cuestión de los cerramientos en Gran Bretaña, que exigía, por ejemplo, larguísimas jornadas laborales o el empleo de la mano de obra infantil. Pronto se produjeron reacciones como, por ejemplo, las destrucciones practicadas por los luddistas, y en el mundo intelectual, posturas que podríamos sintetizar en Proudhon —*la propiedad es un robo*— y en Marx quien, aprovechando las conmociones económicas —sin ir más lejos una crisis considerable en la agricultura, con masas de muertos en Irlanda a mediados del siglo XIX—, lanzó en 1848, con Engels, el *Manifiesto comunista*. Y en medio de avances impresionantes en ciencia y tecnología surgió una reacción en Alemania, como consecuencia del papel creciente de la Escuela de Berlín, historicista y realista, opuesta a la de Viena, neoclásica y nominalista. Dentro de la política de Bismarck de búsqueda de superación definitiva del socialismo

marxista, vino su enlace con el mensaje de la Verein für Sozialpolitik, o socialistas de cátedra, aparte del papel de Federico List para amparar la unión aduanera germana, pero con un proteccionismo frente al exterior, que por cierto fue la política adoptada por los Estados Unidos y la que venció al Sur librecambista en la Guerra de Secesión.

Algo muy importante había aparecido en Alemania, dentro de la Revolución Industrial, tras planteamientos que procuraron ser imitados por todos los países. Con la base de un incremento en los niveles de enseñanza e investigación, un desarrollo nacional protegido y un inicio del Estado de Bienestar a partir del Seguro Obligatorio de Enfermedad alemán, de 1883, todo esto, que produce un incremento del nacionalismo —a más del político, el económico pasa a primer plano—, va acompañado de tres alteraciones industriales de enorme trascendencia a finales del siglo XIX-inicios del XX. Por un lado, la corriente alterna permite trasladar la generación de energía eléctrica a centenares de kilómetros del lugar de generación. Cambia, pues, radicalmente el viejo problema energético vinculado exclusivamente al carbón y a la energía de sangre. Simultáneamente, se descubre el motor de explosión, con lo que se inicia la industria de la automoción —incluida rápidamente la aviación—, lo que plantea la aparición de otra fuente de energía: el petróleo, hasta entonces vinculado a poco más que la iluminación. El tercer progreso procede de la industria química, que con la ley del mínimo va a revolucionar a la producción agraria, y además a la farmacología, y al abastecimiento de multitud de materias primas para el progreso general de los productos industriales todos.

Estos avances impresionantes en ciencia y tecnología están empapados de esa herencia del romanticismo decimonónico que es el nacionalismo, que como mostró en su correspondencia con el ministro García Alix el economista español Flores de Lemus, obliga a acentuar, por un lado, el proteccionismo; por otro, la expansión colonial; desde luego, en su proyección asiática, con la caída del shogunado en 1863, da lugar a la aparición de otro país que sigue esa línea, Japón; finalmente, surge el conflicto armado.

Estas tensiones generan, como se demostró con la famosa *espiral contractiva* de Kindleberger, crisis económicas, y para superarlas, se acentúan, por doquier, los nacionalismos económicos. Los intentos de globalización, como sucede con el patrón oro, acaban batiéndose en retirada. La salida incluso se busca aceptando dar realidad política y económica, a la utopía. Fue lo sucedido en el Imperio de los zares con el planteamiento comunista del partido bolchevique de Lenin, tras los famosos *diez días que conmovieron al mundo* que relató John Reed. Por otra parte, el economista rumano Manoilescu desarrolla una tesis que incluso, como ha demostrado el profesor Love, llega a Iberoamérica, y se afianza en los regímenes autoritarios y totalitarios europeos, donde se considera esencial la industrialización protegida, dentro de países de partido político único. Keynes, en el prólogo, de 1936, a la traducción al alemán de su *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, avalará el papel positivo que tenían los regímenes totalitarios frente a los de tipo liberaldemocrático.

Todo esto, que rompe cualquier intento de globalización importante, tras el choque de la Gran Depresión de 1929, conducirá a la II Guerra Mundial, seguida a poco por la Guerra Fría.

Y de pronto, todo cambia. Como si también la Revolución Industrial iniciase una etapa nueva, se derrumba el mensaje de Manoilescu; el comunismo, no solo en Rusia, sino prácticamente, y de manera contundente se bate en retirada —véase lo sucedido en China, por cierto magníficamente expuesto en los libros de Luis Torras, *El despertar de China* (Instituto de Estudios Económicos, 2013), de Ramón Tamames y Felipe Debasa Navalpotro, *China, tercer milenio. El dragón omnipotente* (Planeta, 2013) y de Ronald Coase y Ning Wang, *How China became capitalist* (Palgrave Macmillan, 2013)—, y en Iberoamérica, cuando la Comisión Económica para la América Latina (CEPAL) da la espalda al llamado *estructuralismo económico latinoamericano*. Por cierto, en Europa se abre a novedades como fue la aparición de las comunidades europeas. Se va a una universalización de la economía libre de mercado, y la política económica de todos los países tiende a mantener, y desde luego, a crear primero, ámbitos de globalización económica crecientes, como pueden ser las herencias que quedan de Bretton Woods

—el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial— hasta las instituciones para evitar proteccionismos, como fue el GATT y su heredero, sin olvidar relaciones cada vez más íntimas entre los elementos del mundo financiero, facilitado todo por los avances impresionantes tecnológicos en el terreno de la información.

Otro Gran Pan había muerto. Yo lo comprobé en mayo de 1996. Por una serie de circunstancias, en las elecciones parlamentarias españolas, las encuestas pronosticaban la derrota clara del PSOE y una victoria del PP. La peseta, que había bajado en su cotización como consecuencia de los errores del Gobierno de Felipe Gonzalez, había comenzado a subir en los mercados financieros, ante lo que parecía la certeza de un cambio político. Sin embargo, a eso de las 10 de la noche, los datos que se recibían mostraban un auge en el número de los diputados socialistas elegidos. Llamé por teléfono a un antiguo alumno mío, que sabía que trabajaba por la noche en la Sección del Extremo Oriente del entonces Banco Hispano-Americano. Le pregunté si había abierto alguna Bolsa en Asia y me contestó: *Acaba de hacerlo Singapur, y la peseta cae en picado*. Era muestra de un enlace financiero íntimo que así se manifestaba.

A partir del final de la Guerra Fría, este proceso no ha cesado de progresar. Las grandes novedades podrían ser:

1) El cambio de China, que en estos momentos demanda cifras colosales de energía y materias primas en los mercados mundiales, con unas muy fuertes tasas de desarrollo y que en el tercer trimestre de 2013 tenía un saldo positivo en las balanzas por cuenta corriente de 14.000 millones de dólares, lo que la convertía en el banquero de los Estados Unidos, que en el segundo trimestre de 2013 tenía un déficit de 412.900 millones de dólares, con lo que, de algún modo era obligado recordar los trabajos de Ramón Carande, *Carlos V y sus banqueros*. Carlos V es hoy Estados Unidos, y los banqueros centroeuropeos se han transformado en la economía china.

2) Pero la economía norteamericana, con todas las polémicas que se quieran, que se alzan en torno a Bernanke, por ejemplo, se ha recuperado. En octubre de 2013, la producción industrial crecía un 3,2%.

3) La nueva Europa trata de acentuar sus enlaces íntimos, e incluso piensa en llegar a una unión arancelaria con los Estados Unidos, país que ya la tiene con Canadá, y que, después de alcanzarla con México, plantea más proyecciones hacia el Sur.

4) Japón tiene una crisis muy seria desde hace veintiún años, y no logra más que con dificultades, ir saliendo de ella, dentro de planteamientos de engarce con el área del Pacífico, que a su vez, se expansiona con gran rapidez. El comercio internacional del área del interpacífico hace años que ha superado al comercio internacional del área interatlántica.

5) Rusia ha entrado en el grupo denominado de los BRICKS. Este conjunto tiene cada vez más papel en el comercio y en las inversiones internacionales. Concretamente, junto con China, en África.

Todo esto, ¿ha provocado alguna alarma? King Hubbert, geólogo y geofísico de la Universidad de Stanford, señaló en la Conferencia Mundial de la Población, celebrada en Belgrado en 1965: *Existe una ciega dilapidación de los recursos minerales de la tierra a muy altas tasas exponenciales, provocando un irresponsable e inaudito desarrollo fomentado por la ideología consumista. Esto acabará motivando que esta etapa de la Revolución Industrial en la que vivimos, no habría sido más que un fenómeno intrínsecamente efímero (doscientos años) en el más amplio cuadro de la historia de la humanidad*. Pareció darle la razón el conjunto de trabajos del Club de Roma, e incluso un ensayo, dirigido por Leontief titulado *The Future of the World Economy* (1977). Por cierto, que paseando con este gran economista, me atreví a preguntarle, cuando la crítica había sido feroz con todas estas profecías, que actualizaban la *Coal question* de Jevons y a Malthus, por su punto de vista más reciente sobre esta obra. Cambió el gesto y me dijo, tenso: *Hablemos de otra cosa*.

Ha surgido, con un planteamiento también global, la cuestión del cambio climático y la obligada reacción global industrial ante él. La polémica no ha cesado. Quizá tengamos que plantear las cosas, como sostiene Jaime Terceiro, como un seguro ante un riesgo que puede no suceder, pero ¡ay si sucede!

Tampoco se puede creer que todo va a ser fácil y que la marcha hacia la globalización conduce a un paraíso. Concretamente, Amartya Sen, en su obra *What has happened to Europe?*, señala que no existe en nuestro continente una marcha clara y sin retrocesos, a no ser que aceptemos acometer reformas para superar peligrosas situaciones administrativas y, que se logre la austeridad evitando costes en los servicios públicos y en una seguridad social básica. Por otra parte, lo complica todo la existencia del *efecto rebaño* en las actitudes de los agentes financieros; se sigue lo que hace la mayoría, aunque lleve al desastre, porque la responsabilidad de un fracaso con una política singular no es asumible normalmente.

Pasemos ahora a analizar lo ocurrido en Europa, que obviamente, nos interesa extraordinariamente. Lo inicial de buena parte del cambio se inicia con un acontecimiento en Grecia, con los kapetanios, guerrilleros comunistas, que provocó que en torno a todo esto surgiese una nueva beligerancia, de características muy especiales: la llamada Guerra Fría. Y precisamente de esta nueva situación se iba a derivar un cambio muy importante en el devenir de la Revolución Industrial. Conviene aclarar más esto. Los Estados Unidos, como había señalado Samuelson, habían superado ya en la II Guerra Mundial el dilema de *cañones o mantequilla*, sustituyéndolo por un orgulloso *cañones y la vaca entera*, gracias a la potencia técnicoindustrial que poseían, afianzada en un mercado interno de colosal peso. Se negó Norteamérica a que pudiera prosperar en Europa, como parecía mostrar lo que sucedía en Grecia, la ampliación del modelo comunista. Añádase el problema del bloqueo de Berlín y el puente aéreo establecido para atender las necesidades de las zonas controladas por las potencias occidentales. Todo esto motivó el comienzo de la Guerra Fría, con complementos tan cálidos como el conflicto de Corea, y el de Vietnam. Esa fue la raíz del mensaje del general Marshall al recibir el doctorado *honoris causa* por la Universidad de Harvard: Estados Unidos ayudaría a Europa, en su conjunto, para hacer posible su reconstrucción económica. Los países afectados se vincularían muy pronto en la Organización Europea de Cooperación Económica.

Aparte, pues, del despliegue militar, se planteó la Ayuda Marshall a Europa, que la tendría que recibir, como

acabo de indicar a través de una entidad conjunta: la Organización Europea de Cooperación Económica, la OECE. A ello se añadía una realidad surgida en Londres tras el refugio de sus gobernantes ante la ocupación alemana. Allí había nacido el Benelux, que constituía la reconstrucción del viejo Flandes en lo económico, hacía siglos dividido por contiendas en las que España fue un protagonista esencial. La unión económica del Benelux parecía funcionar a la perfección. Todo ello eran primeros pasos, que más de una vez se olvidan, como consecuencia de la fuerte personalidad de los padres fundadores.

Porque, en medio de las políticas interiores, muy complicadas siempre, en tres países pasaban a ser gobernantes fundamentales, tres singulares personajes que, a su catolicismo que les confraternizaba por fuerza, unían un rechazo al nacionalismo político.

Recordemos sus vidas. ¿Schuman era francés de nacimiento? ¿Había sentido desde la cuna los mensajes de la República gala? Recientemente se han publicado, sobre su nacimiento en Luxemburgo y acerca de su nacionalidad alemana desde el momento de nacer, dos artículos importantes. Uno de Marcelino Oreja Aguirre —*Robert Schuman, a los cincuenta años de su fallecimiento*—, en *ABC* de 4 de septiembre de 2013 y otro de Victoria Martín de la Torre —*Un santo en la política europea*, en *Alfa y Omega* el 5 de septiembre de 2013—, donde todo esto de sus vivencias germanas y francesas, y su recio catolicismo, queda bien claro.

Cuando Schuman, superando sus diferencias con Monnet y sorteando el nacionalismo de su correligionario Bidault, se lanza a enlazar con el canciller alemán Adenauer, se encuentra con que este, católico también, no era precisamente un nacionalista germano. Leamos las *Memorias* de Von Papen —por cierto también católico— y veremos cómo crítica, en cuanto patriota alemán, los intentos de Adenauer de constituir, con posible capital en Colonia, una Renania independiente, que al encontrarse entre Francia y Alemania, impediría choques. La vieja Lotaringia de la herencia del Imperio de Carlomagno renace en este sueño de Adenauer.

A ellos se sumaba Alcide de Gasperi. ¿Era este un heredero de los nacionalismos de una Italia unida, de Garibaldi, de la brecha en la Porta Pia que eliminaba los

Estados Pontificios, de las pugnas con el Imperio de Viena? Nada de eso. De Gasperi había nacido en Trento, hijo de un funcionario austriaco, y pronto, por su vocación política, se convirtió en diputado en el Parlamento de Viena. Después del retorno de tierras a Italia, cortando el acceso de Austria al Mediterráneo, entra, como católico que era, en la línea de Dom Sturzo, de la democracia cristiana. Choca con Mussolini como era lógico, y se convierte en funcionario del Estado de la Ciudad del Vaticano, tras el Tratado de Letrán.

¿Radicales nacionalistas los tres? En absoluto. Por eso pudieron ponerse de acuerdo para regir una unión europea, a la que se vinculó Benelux, con un socialista al frente, Spaak, y una serie de pasos previos que aseguraban un buen final. El primero, la Comunidad Europea del Carbón y del Acero. ¿Después? Pues toda esa realidad en la que nos encontramos los españoles.

Un político español, también católico, Larraz, criticó este sendero esencialmente económico —tras la unión aduanera, unión monetaria— considerando que debía haberse comenzado por una unión política, de acuerdo con Aristides Briand. Desde un punto de vista lógico, Larraz tiene razón. Pero Europa no se hubiera hecho tal como es si hubiese intentado seguir el camino de Larraz. Lo que se llevó a cabo fue lo posible, y por ello hoy estamos en deuda con estos tres católicos —uno de ellos, Schuman, posiblemente beatificado— que han cambiado el destino de nuestro continente de modo definitivo.

La cuarta alteración va a llegar, por un lado, de avances impresionantes que se derivaban de progresos notables en ciencia y tecnología, como se observa a finales del siglo XX. A ellos se une el hundimiento del modelo de planificación soviético, con un acercamiento a la economía de mercado casi general. Excepciones como las de Corea del Norte, confirman la regla. La economía de mercado, pues, y los progresos en el I+D+i se apoderan del mundo. Pensemos en el auge de las tecnologías de la información. Como señala Luis Torras en *El despertar de China, el sector privado de China [...]* representa dos tercios sobre el total de la economía.

Por supuesto que la Revolución Industrial con toda su fuerza había nacido, como se ha dicho, contemporánea con la independencia de los Estados Unidos, pero

concluyó presidiendo nuestras vidas, aunque existan lugares de resistencia muy tenaces a ello en todos los pueblos de la que podríamos denominar franja islámica, pues como señaló Alfredo Weber, se resisten a abandonar el marco vital que existía en la Edad Media. Lógicamente, se les ha calificado en estos momentos, como los *nuevos bárbaros*. El que se encuentren en el Magreb y en el Sahel debe constituir una preocupación, sobre todo para su zona meridional, en la que se encuentra España. Véase el artículo de Carlos Echevarría, *España frontera europea con el Magreb y el Sahel*, en *Política Exterior*, septiembre 2013.

Lo importante es que existen progresos continuos en esta etapa de la Revolución Industrial, que desde luego no son homogéneos cuando los contemplamos en el conjunto mundial. En esa especie de realidad escalonada, los pueblos que se hallan en pleno desarrollo, fundamentalmente se localizan en Europa, Norteamérica, Japón y Australia con Nueva Zelanda. Existen otros que se encuentran, gracias a un fuerte desarrollo, en vías de converger con los anteriores. El caso es bien claro en los BRICKS, o sea, en Brasil, Rusia, India, China, Corea del Sur y África del Sur, a los que se pueden agregar otros países hispanoamericanos —como por ejemplo Chile— y del Asia del Pacífico. Bien conocido es el tercer grupo, de naciones y territorios con un desarrollo muy limitado, como sucede sobre todo con los africanos, casi en su totalidad y en numerosos asiáticos, normalmente ligados a la mencionada franja islámica. Son pueblos que no han vivido más que muy marginalmente la Revolución Industrial.

Pero, ¿el orbe camina, en lo que se puede prever, hacia una generalización del modelo de la Revolución Industrial? Por supuesto que se dan continuamente pasos que parecen consolidar lo ya señalado. Piénsese en lo que supone la aparición de la Unión Europea unida a la desaparición de conflictos nacionalistas tras la II Guerra Mundial. Y no digamos lo que puede acontecer con la indicada posibilidad de una unión aduanera entre la Unión Europea y Norteamérica. Sería, efectivamente, un aspecto especialmente significativo de una marcha hacia la globalización. Da la impresión de que esta ya ha decidido cuál va a ser su *lingua franca*, como sucedió con el latín en la Edad Media. Ahora, es el inglés.

Ante esta situación, ¿en qué sentido actúa Europa? Ha de comenzarse por señalar que en la Unión Europea existen, como más importantes, dos ámbitos económicos: el de la Unión Económica y Monetaria, o Zona Euro, y Gran Bretaña. Queda, asimismo, un resto de la EFTA, con acuerdos importantes con la Unión Europea. El problema que inmediatamente se plantea es si ese recorrido de unión arancelaria y unión monetaria a continuación lleva, o no, hacia la unión política. Que simultáneamente se ha comenzado a contemplar con instituciones tan importantes como la Comisión Europea, el Parlamento comunitario, elegido por sufragio universal, y el Tribunal europeo.

Todo esto, ¿funciona con eficacia? Para comenzar, el euro ¿ha sido un hallazgo o provoca en estos momentos problemas muy serios que no se adivina si se podrán superar? Incluso se plantea la posibilidad de transformar esa situación de un modo radical.

Por supuesto que en cuanto en el ámbito comunitario ha surgido un mercado mucho más amplio que el que existía previamente, podemos decir que ese es el camino adecuado. Pero, de modo inmediato, aparece una cuestión que no es posible ignorar. Se trata del tema básico en la Revolución Industrial, del avance científico y tecnológico, por un lado, y de la seguridad del abastecimiento de materias primas, de energía y de alimentos, por otro.

En cuanto al avance científico y tecnológico, es evidente que los Estados Unidos han tomado la delantera. Puede verse esto en las ordenaciones de los centros universitarios mundiales. Aquella ventaja de hace un siglo, de los grandes centros académicos y de investigación situados en Gran Bretaña y Alemania muy en primer lugar, se ha esfumado. No quiere decir esto que en Europa no existan universidades y centros de investigación importantes. Cambridge y Oxford y la London School siguen teniendo un peso importante. También lugares de investigación como el CERN situado esencialmente en Suiza. Podríamos seguir ampliando esta relación, pero los grandes centros universitarios norteamericanos, aventajan a los europeos, así como lo que se observa en el terreno de las patentes. Incluso esta situación, con el inglés como *lingua franca* se proyecta, como ya he señalado, hacia planes de vin-

culación aduanera con Europa, y a arraigar de manera importante en el área del Pacífico.

No se puede ignorar, sin embargo, que esa capitania de los Estados Unidos, tiene un problema muy serio. Norteamérica tiene vocación de ser la gran rectora política mundial, y de ahí se desprende el fenómeno de que los déficit, de regir, o de intentar regir, el imperio universal, pasan a ser extraordinarios. Conviene leer el libro de Carmen Sanz Ayán, *Los banqueros y la crisis de la Monarquía Hispánica de 1640* (Marcial Pons Historia, 2013). En el año 2013 el déficit del presupuesto norteamericano se sitúa en la alta cifra porcentual del 4,1% del Producto Interior Bruto, y el déficit del balance por cuenta corriente, también para 2013, anda por el 2,4% de ese Producto Interior Bruto. De ahí, por ejemplo, la búsqueda de un acercamiento a China, para que con sus superávit sea capaz de convertirse en banquero de los Estados Unidos. Europa ha de tener esto muy en cuenta y aceptar que Norteamérica tiene problemas muy serios.

En estos momentos necesita Europa, muy en primer lugar, una reforma tributaria adecuada para funcionar con eficacia y sin tensiones sociales. Tenemos en este sentido que echar mano del Informe Mirrlees, y nos encontramos que de él se desprende que —de acuerdo con el comentario que sobre él ha efectuado Julio Viñuela—, *el mejor sistema impositivo sería aquel que, para unos objetivos recaudatorios y redistributivos dados, optimizara el logro de los restantes objetivos, dentro de las restricciones que imponen el contexto económico y político y la disponibilidad de información*: Y este contexto económico y político ofrece cuatro relevantes características: 1) La fuerte presión a la que se van a ver sometidos los sistemas impositivos, (y ello) no solo para financiar el aumento del gasto en políticas sociales derivado del envejecimiento de la población y de la reducción del empleo masculino... y también para mejorar los incentivos de trabajo de las personas que perciben salarios bajos. 2) El creciente aumento de la desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza va a poner... a prueba el impacto redistributivo del sistema de impuestos y de protección social. 3) Los enormes cambios estructurales de la economía han impuesto nuevas restricciones al funcionamiento de los sistemas impositivos. La duplicación del peso

de los servicios financieros en el Producto Interior Bruto ha aumentado la importancia de la exención de que disfrutaran estos servicios en el IVA. La globalización y la innovación financiera y la mayor movilidad de productos y de factores productivos han alterado la incidencia de los impuestos y complicado la administración tributaria. 4) La fuerte interacción existente entre la actividad económica y la política impositiva. La reciente crisis financiera no solo ha evidenciado la fuerte sensibilidad de los ingresos por impuestos ante los cambios de la situación económica, sino también la influencia que sobre las oscilaciones cíclicas puede tener el sistema impositivo.

Por tanto, de acuerdo con el citado e importante Informe Mirrlees, ha de tenerse claro, cuáles son los objetivos básicos de un sistema impositivo: la eficacia económica; la equidad; reducir lo más posible los costes de administración y de cumplimiento de las normas impositivas, y la transparencia. Además debe considerarse que *no todos los impuestos tienen que ser redistributivos; cada impuesto debiera soportar la carga más pesada en el logro del objetivo en cuya consecución sea más eficaz*, y es preciso resolver los conflictos de objetivos, por ejemplo, *entre la equidad y la redistribución*.

Finalmente, ¿cuáles son para Mirrlees las características de un buen sistema impositivo, cuestión esencial para el futuro de Europa ante este actual cambio de la Revolución Industrial? El reto de su informe *ha sido diseñar un sistema impositivo que permita recaudar los ingresos que necesita el gobierno para alcanzar sus objetivos de gasto en bienes y servicios públicos y de distribución de la renta, minimizando al mismo tiempo las ineficiencias económicas y administrativas, manteniendo el sistema impositivo tan simple y transparente como sea posible, y evitando discriminaciones arbitrarias entre personas y actividades económicas*.

¿Concluyen así las exigencias de una Europa capaz de hacer frente a las exigencias de esta cuarta etapa de la Revolución Industrial? La respuesta la tenemos en un artículo de Hugh Thomas, *Europa en tiempos inciertos*, publicado en *Cuadernos de Pensamiento Político*, octubre-diciembre 2013, en el que dice: *Ahora estamos en una nueva etapa de dificultades debido al fracaso de la moneda europea, el euro, incapaz de establecerse sólida-*

mente en un concierto de naciones que esencialmente aún es una confederación de Estados, pero no una federación. Muchos han pensado y argumentado que el euro solo puede salvarse, y tal vez Europa, en sí misma, solo pueda salvarse como empresa política, si Europa avanza en la idea de una mayor unificación de poderes y proyectos, (aunque)... me temo que parece más probable que (el Reino Unido mantenga una)... posición distante, quejándonos en lugar de construir, y reticentes a usar el cálido lenguaje de los europeos... Independientemente de la estructura europea que establezcamos, necesitamos considerar su relación con los Estados de las Américas y quizá con Australia. También podría considerarse la relación con el Estado de Israel... Necesitamos tener en cuenta en todas nuestras planificaciones y sueños, (cuando)... los movimientos antieuropeos populistas... parecen estar aumentando su eficacia. Dígase otro tanto de las consecuencias que pueden derivarse de la aparición de secesiones en países europeos, rompiendo con las naciones que son ya miembros de Europa. En este momento, van en cabeza los problemas derivados de planteamiento de separatismos en Escocia, en Cataluña, y tampoco podemos olvidar el Milanesado y la situación de Bélgica entre Flandes y Valonia.

De todos modos, es preciso ser optimistas, porque se ven caminos adecuados. Como señala José Antonio Martínez Álvarez, en la obra colectiva *Estabilidad presupuestaria y sostenibilidad fiscal, la cesión de soberanía a la Unión Europea en materia fiscal, reforzando la ya realizada previamente para los países de la Eurozona en política monetaria, es una solución clara para garantizar la supervivencia del euro y reducir las diferencias entre los países que lo integran. Un gobierno económico supranacional a escala europea que se encargue no solo de la política monetaria sino también de la fiscal, puede ser la manera de asegurar que los países de la Unión avancen a un mismo ritmo y hacia una misma dirección, garantizándose de este modo una mayor equidad entre ellos y eliminándose la posibilidad de que se cree un núcleo fuerte y una periferia débil dentro de la misma, que afiance una Eurozona más homogénea a todos los niveles.*

¿Han concluido así los planteamientos relacionados con esta actual etapa de la Revolución Industrial en Europa? Queda uno muy importante, el del Estado de Bienestar, que ofrece disparidades, muy grandes,

sobre todo con la llegada de algunos de los últimos miembros de la Unión Europea, procedentes del bloque soviético.

Las instituciones supranacionales europeas, tras todo lo dicho, han de servir, como señala Jean-François Drevet, en el artículo *L'Union européenne pout-elle sortir de l'impasse*, publicado en *Futuribles*, diciembre 2012, para mantener una soberanía ejercida en común en el cuadro de instituciones supranacionales, que han de ser más representativas, porque las competencias abandonadas por los gobiernos nacionales han de ser colocadas bajo el control de un Parlamento y de un Gobierno responsable ante él, incluso si se les quie-

re dar otro nombre para superar susceptibilidades. De este modo, las competencias que han sido ya confiadas a la Unión Europea —por los tratados existentes, o que van a serlo, por ejemplo, en el cuadro de la Zona euro, cuando esta sea una unión económica y no únicamente monetaria—, no quedarán afectadas del déficit democrático que se reprocha, con plena justicia, a las instituciones europeas.

La coyuntura actual, por el deseo de superarla, parece ayudar mucho, aunque parezca difícil, porque hay que estar de acuerdo con Jean Monnet, quien consideraba que Europa se haría en las crisis y sería la suma de las soluciones aportadas a estas crisis.

ASPECTOS MÁS RELEVANTES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Cristóbal Montoro Romero

Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas

RESUMEN

La economía española se encuentra en una fase de corrección de los graves desequilibrios macroeconómicos acumulados. El año 2013 representa el punto de inflexión hacia la salida de la crisis, con la estabilización de los principales agregados macroeconómicos, superávit por cuenta corriente, baja inflación, estabilidad presupuestaria, asentando las bases sostenibles para el crecimiento, pero afrontando al mismo tiempo los grandes retos pendientes que implican un ajuste más lento, como son el endeudamiento y el desempleo. Se han llevado a cabo reformas en todos los ámbitos, y han dado sus frutos, destacan las medidas en el ámbito de disciplina fiscal, las reformas del sistema financiero, estructurales y de mercado laboral, como ejes de la política económica en este periodo y que continuarán reforzándose. Se presta especial atención a las reformas en el ámbito de la gobernanza fiscal.

PALABRAS CLAVE

Ajuste macro, Competitividad, Disciplina fiscal, Consolidación fiscal, Reformas estructurales, Esfuerzo fiscal, Autoridad fiscal independiente, Morosidad, Proveedores.

La economía española se encuentra actualmente en una fase de corrección de los graves desequilibrios macroeconómicos que se generaron a lo largo de la década expansiva anterior. El reajuste tras el agotamiento del patrón de crecimiento anterior ha llevado a la estabilización económica y a sentar las bases necesarias para la recuperación, lo cual se ha realizado contando con reformas decisivas. La salida de la crisis se ha venido apoyando en el sector exterior con el aumento de la competitividad, posteriormente en la inversión en bienes de equipo, y gradualmente se trasladará al consumo privado, finalmente a la creación de empleo, objetivo ineludible de todas las actuaciones de la política económica actual.

Los meses finales de 2013 han mostrado signos de recuperación en el empleo, con el alza mensual en el número de afiliados, si bien moderada, muestra un punto de inflexión. Sin lugar a dudas, la persistente y elevada tasa de paro es el principal problema de nuestra economía. La reforma laboral ha dado pasos decisivos para atajar este problema y continuará en esta senda reformista. Asimismo, continuará el esfuerzo

decidido en la puesta en marcha de políticas de oferta que tratan de mejorar el PIB potencial y las condiciones de competencia y funcionamiento de los mercados de productos y factores, condiciones necesarias para la recuperación duradera.

Los retos de la economía son ahora la reducción del endeudamiento de la economía, lograr definitivamente una posición saneada en el sector público y privado, familias y empresas, así como lograr la reducción de la tasa de paro y crear empleo neto.

Se está reduciendo la principal fuente de vulnerabilidad de nuestra economía, que partía del fuerte endeudamiento externo y que en 2012, unido a las dudas sobre el euro, generó fuertes tensiones en los mercados de capitales. El gobierno demostró firmeza en la gestión de la situación, pasando en un año a la estabilización progresiva y control del riesgo. De encontrarnos en una situación límite al borde del rescate hemos pasado a una situación de confianza en la economía española. Esto se ha logrado con las reformas en España y con el apoyo de la Unión Europea, una

vez constatada la firmeza de estas reformas. El proyecto europeo ha recuperado la credibilidad gracias a la coordinación de políticas económicas que ha demostrado poder llevar a cabo, con una política fiscal de relajación de objetivos nominales pero manteniendo el esfuerzo estructural requerido, en un conjunto de países al mismo tiempo, y con una política monetaria del BCE más flexible y generadora de confianza.

A través del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación fiscal, y a través de la mejora de la competitividad costes y precios, se ha logrado la corrección del desequilibrio de balanza de pagos y el paso de necesidad a capacidad de financiación de la economía. Esto constituye el indicador fundamental del ajuste realizado, pasando de una necesidad de financiación de casi 10% del PIB en 2007, a cerrar 2012 con una necesidad de financiación de 0,6% del PIB, y a capacidad de financiación desde el primer trimestre de 2013, que alcanzaba 1,4% en el tercer trimestre de 2013 (datos anualizados INE).

La confianza generada ha redundado a su vez en menores gastos financieros y en la mejora de condiciones de financiación que se trasladarán al sector privado. Se han sentado las bases del crecimiento desde una posición más saneada, que deriva de las reformas realizadas. El ajuste realizado es lento, al no haber pasado por una devaluación de tipo de cambio como ocurriera en episodios similares en el pasado, pero tendrá consecuencias más duraderas, evitando la inflación, y generando estabilidad económica. El gobierno está comprometido en seguir facilitando el ajuste mediante políticas de oferta y en continuar con la consolidación fiscal.

En la salida de la crisis está jugando un papel clave la política de consolidación fiscal, considerada de máxima prioridad. La recuperación de la confianza de los mercados ha pasado por el cumplimiento de los compromisos de esfuerzo fiscal, demostrando la capacidad de realizar ajustes severos por parte de ciudadanos y empresas. Asimismo, el ajuste se ha acometido a todos los niveles de las administraciones públicas.

El proceso de consolidación tiene su hito principal en la significativa reducción del déficit público lograda en 2012. Con los datos del ejercicio cerrado se puede demostrar el enorme esfuerzo realizado, en un con-

texto de recesión económica. Con una caída del PIB real del 1,6% en 2012 y tras un año 2011 de estancamiento (0,1%), se ha logrado reducir el déficit del conjunto de las AAPP, sin incluir el efecto de la asistencia financiera, en más de 2,2 puntos porcentuales, desde el 9,1% del PIB en 2011 hasta el 6,8% del PIB en 2012. Esta reducción del déficit en 24.502 millones de euros es debida a una reducción de 20.956 millones de euros de gastos y a un aumento de 3.546 millones de euros de ingresos. El ajuste en términos de medidas de gastos fue de 2,5 pp de PIB y de ingresos de 1,75 pp. Es importante recalcar el papel jugado por el ajuste vía gastos de las AAPP, con un 60% de las medidas y un 85% del esfuerzo nominal. Una de las consecuencias ha sido la caída del empleo público, habiéndose más que revertido el aumento producido en los años anteriores. Los asalariados públicos aumentaron en 347 mil desde el primer trimestre de 2008 al tercer trimestre de 2011 en que alcanzó su máximo. Desde entonces y hasta el cuarto trimestre de 2013, se han reducido en 424,8 mil, retornando a los niveles de 2004 (EPA).

La consolidación ha sido un esfuerzo conjunto de todas las administraciones al que ha contribuido en gran medida la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria en vigor desde mayo de 2012 y las medidas de seguimiento de la información presupuestaria, con publicación mensual en contabilidad nacional para facilitar el análisis del grado de cumplimiento de los objetivos. La contribución de cada uno de los subsectores en la reducción del déficit de las AAPP en 2012 ha sido: Administración central 39%, imputando a la Seguridad Social las transferencias adicionales realizadas desde el Estado a este subsector; CC.AA. 44% y corporaciones Locales 17%. En conjunto, los tres subsectores anteriores han contribuido a reducir el déficit en 38.217 millones de euros, pero con un incremento de déficit del subsector Seguridad Social por motivos cíclicos en 13.715 millones de euros.

El esfuerzo estructural efectivo de 2012 fue evaluado por el Consejo de la Unión Europea en 2,9 puntos porcentuales del PIB y con un total de medidas equivalente a 4,3 puntos de PIB. Según datos del FMI, esta reducción de déficit ha supuesto el segundo mayor ajuste estructural primario entre los países avanzados

en 2012, con más de 3 puntos porcentuales de PIB. Es decir, España ha llevado a cabo un ejercicio de consolidación sin precedentes en un entorno macroeconómico recesivo, que ha permitido recobrar la confianza perdida el año anterior cuando el déficit había llegado a superar el objetivo de 2011 en 3 puntos de PIB.

En 2013, dando continuidad al proceso de consolidación fiscal siguiendo las recomendaciones del Consejo de la UE, se tiende a un saneamiento fiscal favorecedor del crecimiento. Las medidas tomadas en 2013 tienen por objetivo una reducción del déficit estructural del 1,1% del PIB que exige la Recomendación bajo el Procedimiento de Déficit Excesivo, para lo cual se pusieron en marcha un conjunto de medidas estimadas en 3,7 puntos de PIB. La senda fiscal aprobada extiende dos años el plazo para el cumplimiento del objetivo de déficit del 3% del PIB, hasta 2016, pero mantiene elevado el esfuerzo estructural a realizar (1,1% del PIB en 2013, 0,8% en 2014, 0,8% en 2015 y 1,2% del PIB en 2016).

La necesidad de realizar un seguimiento continuo de la situación ha producido un cambio importante en la información fiscal en 2013 en España, con datos mensuales en contabilidad nacional para todas las AAPP (excepto corporaciones locales). Asimismo, la información ha mejorado a nivel europeo desde octubre. España, junto con el resto de países de la zona euro en cumplimiento del nuevo Reglamento de la UE, bajo el denominado *Two Pack*, presentó el primer Plan Presupuestario Anual, que actualiza el Programa de Estabilidad para el ejercicio siguiente, 2014. También presentó el Informe de Acción Efectiva y el Informe de Partenariado Económico, que explican la senda fiscal y las previsiones macroeconómicas junto con las reformas acometidas y previstas. El Consejo de la UE ha considerado que se ha tomado acción efectiva en el Procedimiento de Déficit Excesivo y con respecto al Plan Presupuestario para 2014 se continuará vigilando la ejecución de las medidas y la evolución presupuestaria para asegurar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Es asimismo destacable que este esfuerzo de consolidación se ha llevado a cabo en un entorno de inflación muy bajo. La inflación diciembre/diciembre ha

pasado del 2,4% en 2011 al 2,9% en 2012 y 0,3% en diciembre de 2013. Nos encontramos en una fase de estabilidad macroeconómica (baja inflación, superávit por cuenta corriente, estabilidad presupuestaria) y asentando bases sostenibles para el crecimiento, pero afrontando los retos pendientes que conllevan un ajuste más lento, el endeudamiento y el desempleo.

De cara a 2014, los presupuestos mantienen el esfuerzo fiscal. De 2010 a 2013 hubo crecimientos de los ingresos tributarios explicados por las medidas fiscales, pues el PIB nominal en ese periodo cayó un 1,5%. Sin embargo, en 2014, en términos nominales, se prevé un aumento del PIB del 2,1% en los presupuestos. Comenzará una recuperación de las bases imponibles de la que se derivarán avances en la recaudación tributaria. Tras seis años consecutivos de descensos de la base imponible agregada de los principales impuestos, la previsión contempla una ligera subida en 2014. Se aplicarán rebajas fiscales selectivas: los incentivos fiscales a emprendedores (tipos reducidos para nuevas empresas, deducción del 10% de los beneficios reinvertidos en empresas de reducida dimensión, deducción del inversor de proximidad *business angel*) y la modificación del régimen fiscal de activos intangibles, reducirán los impuestos especialmente a nuevas empresas, pymes y autónomos. Adicionalmente, en el IVA, en 2014 la creación del régimen especial de caja permitirá retrasar el pago del impuesto hasta el cobro de las facturas. Al mismo tiempo, se consolida el incremento recaudatorio del Impuesto sobre Sociedades mediante el ensanchamiento de las bases imponibles y manteniendo el nuevo modelo de gestión. Se incluye una medida nueva que afecta al Impuesto sobre Sociedades, la supresión de la deducibilidad del deterioro de valor de las participaciones en el capital o fondos propios de entidades, así como de las rentas negativas generadas en establecimientos permanentes ubicados en el extranjero. Se trata con ello de evitar que las pérdidas se deduzcan dos veces. La referencia en tratamiento de estas pérdidas es la normativa que rige en los países del entorno más competitivos.

Asimismo, se mantiene el esfuerzo de contención del gasto. El ahorro por intereses gracias a la reducción del tipo medio, junto con la contención del gasto disponible de los ministerios (-4,7%) y el crecimiento de

la recaudación, son suficientes para financiar el incremento del gasto social y el moderado incremento de determinadas partidas (educación, I+D+i). A su vez, el mantenimiento del tono de la política fiscal y la evolución del ciclo permitirán que, con el perfil de ingresos y gastos del PGE 2014, se cumpla el objetivo de déficit de -5,8% del PIB en 2014.

La reducción del coste de financiación de la deuda pública mejora automáticamente el acceso de las empresas a mercados financieros. La rentabilidad del bono a diez años ha pasado del 7,5% en julio 2012 a estar por debajo del 4% a principios de 2014. A su vez, la prima de riesgo ha pasado de 636 pb a 24 de julio de 2012, su máximo, a estabilizarse en torno a los 200 pb a finales de 2013 y principios de 2014.

Las reformas fundamentales acometidas para sentar las bases de la recuperación han sido la reforma financiera, que ha permitido el saneamiento y reestructuración del sector, y la reforma laboral, a las que se unen las reformas estructurales (desindexación, servicios profesionales, regulación y competencia), algunas de las cuales todavía están en marcha para facilitar el ajuste y competitividad de la economía a través de mayor productividad, y la reforma de pensiones que regula el factor de sostenibilidad para mejorar las condiciones a largo plazo de las cuentas públicas y del sistema de pensiones.

En el ámbito de Hacienda destacan las reformas tributarias y por el lado del gasto, medidas de suministro de liquidez a proveedores de administraciones públicas y de mejora de la gobernanza y supervisión fiscal, conjuntamente han contribuido a restaurar la credibilidad en las finanzas públicas.

Con el objetivo de llevar a cabo una revisión sistemática del sistema tributario un comité de expertos independientes para la reforma del sistema tributario español está elaborando un informe desde el otoño de 2013, para presentar en febrero de 2014, con el fin de formular una propuesta de sistema tributario más simple, neutral y eficiente, siempre bajo el compromiso adquirido de consolidación fiscal.

El conjunto de reformas acometidas en este ámbito en el año 2013 han sido amplias, continuando con la senda reformista del sector público llevada a cabo en 2012.

En suma, las reformas desde inicio de legislatura para modernizar las AAPP y mejorar la transparencia y control han sido la Ley Orgánica 2/2012, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, junto con la Orden ministerial de remisión de informes de CC.AA. y CCLL, que han generado disciplina fiscal en 2012 y 2013 y sistematizado las obligaciones de información en 2013; reformas de función pública (condiciones laborales, incentivos, incapacidad y absentismo); y la mejora en la administración electrónica para reducir cargas administrativas a ciudadanos y empresas.

Destaca la reforma del sector público a través de CORA (Comisión para la reforma de las AAPP). CORA ha aunado tanto las medidas para el control de gasto y eficiencia de este a nivel ministerial (compras centralizadas por ejemplo) como las reformas más amplias de las AAPP aprobadas en diciembre de 2013 y ya en vigor. La ley orgánica de control de deuda comercial, que aplicará el principio de sostenibilidad y las consecuencias de la ley de estabilidad, regula el seguimiento del periodo medio de pago a proveedores, y medidas preventivas de control de tesorería y coercitivas que pueden llegar a la retención de recursos; y la ley de registro contable y factura electrónica, ambas tienen el objetivo de erradicar la morosidad de las AAPP. Asimismo destaca la ley de racionalización y sostenibilidad de la Administración local. Se unen reformas tan importantes como la ley de unidad de mercado y la ley de transparencia, publicadas también en diciembre de 2013.

Una medida clave a nivel territorial y para el fomento de la actividad económica ha sido la puesta en marcha de mecanismos adicionales de liquidez a través del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), que ha logrado una reducción de costes financieros en las nueve CC.AA. adheridas desde 2012; y el plan de pago a proveedores que ha puesto en circulación liquidez a empresas a bajo coste para las CC.AA. y entidades locales. El FLA ha provisto de liquidez a CC.AA. por importe total de 39.638 millones euros, para financiar vencimientos y proveedores, de los cuales unos 23.000 millones en 2013; y el plan de pago a proveedores ha inyectado casi 42.000 millones de euros (un 72% para CC.AA. y el resto a EELL), de los cuales 6.500 millones pagados en 2013 y 8.000 millones en febrero 2014.

Con este plan se habrá saneado el pendiente de pago que acumularon las administraciones territoriales en los años anteriores y podrán estar en condiciones de cumplir con la nueva ley de control de la deuda comercial.

El impacto económico de esta inyección de liquidez del FLA, en la parte que financia directamente a proveedores de las CC.AA., y del plan de pago a proveedores ha sido estimado en un aumento del nivel del PIB de 3% respecto al nivel inicial y en el mantenimiento o aumento de 400.000 empleos, a medio plazo, respecto a un escenario sin estas actuaciones.

A los mecanismos de control establecidos por la Ley Orgánica 2/2012, se añade la supervisión que ejercerá la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIRF) regulada por ley orgánica en noviembre de 2013, comenzará a trabajar en los primeros meses de 2014.

Esta nueva institución independiente y con autonomía funcional ejercerá una supervisión global de todas las AAPP y garantizará el cumplimiento efectivo de los principios de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera. Con su creación se cumplen compromisos europeos, en concreto la Directiva comunitaria de 2011 y el Reglamento de la Unión Europea sobre disposiciones comunes para supervisión y evaluación de los proyectos de presupuestos en vigor en mayo de 2013. Debe informar, entre otros, las previsiones ma-

croeconómicas y el Programa de Estabilidad, analizar la ejecución presupuestaria y cumplimiento de los objetivos previstos, los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas; así como informar sobre la conveniencia de activar las medidas preventivas, correctivas y coercitivas previstas en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, o concurrencia de las circunstancias excepcionales que prevé esta ley.

Esta nueva entidad tendrá plena autonomía funcional e independencia. Su presidente tendrá un mandato de seis años y no renovable, lo cual preserva su independencia, y será propuesto por el Consejo de Ministros, pero este nombramiento debe ser aprobado por la mayoría absoluta de la Comisión competente del Congreso. Ni el presidente de la AIRF ni su personal podrán solicitar o aceptar instrucciones de ninguna entidad pública o privada. La fuente fundamental de financiación de la AIRF será una tasa de supervisión satisfecha por las distintas administraciones públicas sobre las que ejerce sus funciones, lo que refuerza su independencia económica.

Con este conjunto de medidas se ha creado un marco de mejora de la gobernanza fiscal en España, que responde al entorno europeo y va más allá en todos los ámbitos para garantizar la disciplina fiscal de las AAPP y facilitando el seguimiento de la información.



SEGUROS
Ges

CON EL MISMO Y DECIDIDO AFÁN DE CONTINUAR
MANTENIENDO LA CONFIANZA DEL COLEGIO
DE ECONOMISTAS DE MADRID, PONEMOS
A DISPOSICIÓN DE LOS COLEGIADOS
NUESTRAS MEJORES COBERTURAS
AL PRECIO MÁS JUSTO.

> Geshogar

Póliza Multirriesgo de hogar diseñada exclusivamente para los colegiados del Colegio de Economistas de Madrid.

> Póliza Colectiva de Vida y Accidentes

Las mejores coberturas y el precio más ventajoso por pertenecer al Colegio de Economistas de Madrid.



Más información
tel. 91 559 46 02



EL INICIO DE UN NUEVO CICLO ECONÓMICO

Luis de Guindos Jurado

Ministro de Economía y Competitividad

RESUMEN

La economía española ha iniciado durante el año 2013 una senda de equilibrio y recuperación después de cinco años de intensa y dura crisis. El PIB creció hasta el 0,2% en el cuarto trimestre del año. Un cierre esperanzador para una economía que, a diferencia del resto de las europeas, nunca ha tenido una verdadera recuperación.

Si 2012 fue el año en el que sembramos las bases de la recuperación, el año 2013 ha sido, sin duda, el del cambio de ciclo. La economía española afronta hoy una senda ascendente de crecimiento económico.

Pero lo más significativo es que se asienta sobre mejoras de carácter estructural y sobre pilares totalmente distintos a los del pasado. Por ejemplo, la corrección del déficit público, el superávit externo o las reformas estructurales que han atajado de raíz algunos de los males intrínsecos de nuestra economía que impedían su recuperación.

PALABRAS CLAVE

Recuperación, Estructural, Crecimiento, Confianza, Credibilidad, Reforma financiera, Unión Bancaria.

1. Introducción

El año 2013 ha supuesto un periodo de transición, de cambio, hacia un ciclo económico de crecimiento. Un año en el que se ha puesto fin a una de las etapas más duras y difíciles de la historia económica de nuestro país. Hemos hecho una lenta pero necesaria digestión de la crisis pero hoy, gracias al esfuerzo de la sociedad española y a las políticas puestas en marcha por el Gobierno, lo peor ha quedado atrás.

Tenemos ante nosotros un escenario totalmente distinto al que nos encontramos hace dos años, al inicio de esta legislatura. Una nueva senda económica, sustentada sobre las bases de la productividad, la competitividad y la transparencia.

Hoy podemos afrontar este camino con esperanza, trabajando para que esta incipiente recuperación se consolide en un nuevo ciclo económico de prosperidad para España.

Si hemos llegado hasta aquí ha sido porque la política puesta en marcha por el Gobierno era la adecuada. Teníamos un enfermo que se desangraba y no solo

hemos conseguido detener la hemorragia, sino que muestra ya signos de mejora.

La política económica implementada durante el año 2013 ha sido continuista con la estrategia de política económica trazada por el Gobierno desde el inicio de legislatura. Ha perseverado en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, especialmente en la reforma financiera y la reforma laboral, al mismo tiempo que se ponían en marcha nuevas medidas de liberalización de los mercados.

Hoy empezamos a recoger ya algunos de sus frutos.

2. Una política económica adecuada

Si hoy nos situamos en una senda de crecimiento económico sostenido se debe, sin ninguna duda, a que la economía española ha sido capaz de corregir los principales excesos cometidos en la época de bonanza.

Este hecho no es solo importante por la magnitud de los mismos, sino porque el ajuste se ha realizado en un corto periodo de tiempo. Algo muy valioso en una crisis económica tan larga y dura como ha sido esta.

La política puesta en marcha por el Gobierno no solo ha evitado el rescate de la economía española, sino que se ha convertido en la máxima garantía de nuestro Estado del bienestar.

En primer lugar, considero que el control de las cuentas públicas ha sido la clave de bóveda que ha permitido la recuperación. Cuando llegamos al Gobierno en diciembre del año 2011 nos encontramos con un déficit cercano al 9% frente al 6% anunciado. Una desviación de aproximadamente 30.000 millones de euros. Reconocer esta desviación fue el primer paso para empezar a ganarnos de nuevo la credibilidad como país. La transparencia en las cuentas públicas debe ser siempre una norma básica para los gestores públicos.

De la misma manera, establecimos una senda de déficit público equilibrada que nos permitiera cumplir con nuestros compromisos como miembros de una unión económica y monetaria, pero que, al mismo tiempo, apoyara la incipiente recuperación.

España ha demostrado durante el año 2013 que el crecimiento económico puede ser compatible con el control de las cuentas públicas. Así debe seguir siendo en el futuro, porque de lo contrario estaríamos cometiendo los mismos errores que nos llevaron a perder nuestra credibilidad en el pasado.

Pero al mismo tiempo que constituíamos esta senda de consolidación, poníamos en pie el segundo pilar de nuestra política económica: las reformas estructurales. En particular, la reforma financiera y la reforma laboral.

3. Reforma financiera

El saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema financiero español ha continuado implementándose con éxito durante el año 2013. El pasado mes de enero, apenas dieciocho meses después de la firma del MOU, el programa de asistencia financiera europeo ha concluido, cumpliendo, además, dos objetivos muy importantes.

En primer lugar, ha evitado el rescate de España, lo que hubiera tenido consecuencias muy duras para nuestro país. En segundo lugar, ha saneado en muy

poco tiempo los balances de las entidades que hoy están de nuevo en condiciones de apoyar la recuperación económica.

Resolver los problemas que afectaban al sistema financiero era fundamental, ya que, de alguna manera, el sector sintetizaba los excesos acumulados por la economía en la época de bonanza. Los principales: una valoración irreal de los activos ligados al crédito promotor y el crecimiento desmesurado del crédito, que superó el 20% de media anual y en el sector de la construcción el 40%.

Esta reforma ha supuesto además importantes medidas de transparencia, de refuerzo del gobierno corporativo y de solvencia de las entidades.

Durante el año 2013, aprobamos el Real Decreto de Honorabilidad, en el que exigimos a los administradores y gestores de las entidades experiencia profesional e idoneidad para el cargo, entre otras cuestiones.

También modificamos la ley de Sociedades de Capital para adoptar a nuestro ordenamiento las propuestas planteadas por la comisión de expertos en materia de gobierno corporativo. Una norma que, entre otras medidas, establece que sea la junta de accionistas la que apruebe la política de remuneraciones para todas las sociedades.

Asimismo, hemos aprobado la Ley de Cajas y Fundaciones Bancarias que ha introducido transparencia en los órganos de gobierno de estas entidades, otorgándole una mayor profesionalidad e independencia respecto al poder político.

Además, pusimos en marcha la Ley de Solvencia, para adaptar nuestra normativa a la legislación europea, que ha reforzado los niveles de solvencia de las entidades y ha establecido nuevas prácticas de gobierno corporativo en línea con las puestas en marcha por el Gobierno.

Me gustaría destacar la creación de la Sareb, la sociedad de gestión de activos, que ha tenido un papel clave en el saneamiento de las entidades que recibieron ayudas públicas, posibilitando su recuperación de manera eficaz.

La sociedad ha sido capaz de ponerse en marcha en un periodo de tiempo muy corto y ha demostrado una destacada capacidad de gestión y de comercialización en su primer año de vida.

Considero que la reforma financiera ha conseguido en apenas un año y medio y con 41.300 millones de euros del programa europeo de asistencia financiera, resolver no solo los problemas de las entidades nacionalizadas, sino del conjunto del sector financiero, que vuelve a ser un sector sano, sólido, solvente y transparente. Hoy las entidades tienen otra vez las puertas de los mercados abiertas, un signo inequívoco de que son nuevamente atractivas para los inversores.

Creo que hemos logrado darle la vuelta a algunas de las prácticas que estuvieron detrás de esta crisis económica y que nunca debieron perderse.

4. La reforma laboral

Otra de las medidas fundamentales para este cambio de ciclo que se ha producido en el 2013 ha sido la reforma laboral.

Si hay dos características que han definido nuestro mercado de trabajo durante años ha sido su excesiva dualidad y su rigidez. De hecho, España ha destruido un 50% más de empleo por cada punto de PIB que el resto de la zona euro durante el periodo 2007-2011.

Durante demasiado tiempo el mercado laboral español ha sido incapaz de adaptarse a la evolución económica. Por eso, la reforma puesta en marcha por el Gobierno debía acabar de una vez con esta disfunción y creo que lo ha conseguido. Ha dotado de flexibilidad a nuestro mercado de trabajo, para que el despido deje de ser la única opción ante las dificultades.

Por primera vez desde que comenzó la crisis, el año 2013 finalizó con un número de parados inferior al del año anterior. Además, en el último trimestre del año y, por primera vez desde el año 2008, aumentó la ocupación en tasas desestacionalizadas.

Todos ellos constituyen datos esperanzadores aunque sabemos que no son suficientes. Por esta razón, el Gobierno aprobó a finales del año pasado nuevas

medidas para simplificar el número de contratos y flexibilizar la contratación a tiempo parcial. Una modalidad laboral muy poco desarrollada en España.

La previsión es que en 2014 la economía española cree empleo neto. Se trata de un hecho inédito y muy importante para asentar la incipiente recuperación, ya que supone que por primera vez con un umbral de crecimiento en torno al 1% se cree empleo neto en nuestro país.

A la estabilización del mercado laboral ha contribuido también la moderación de los costes laborales unitarios relativos, que han vuelto a niveles previos a nuestra entrada en el euro.

Hoy la economía española es más competitiva y gracias a estas ganancias conseguidas en este terreno se han preservado puestos de trabajo que de otra manera, sin duda, se hubieran perdido. Ha contribuido además a la decisión de diferentes multinacionales de incrementar su apuesta por España mientras se marchaban de otros países.

Además, esta mejora de la competitividad ha supuesto el impulso necesario para que el sector exterior se haya convertido en el motor de la recuperación. Las empresas exportadoras españolas han demostrado a lo largo de todo el año 2013 que somos capaces de competir y de ganar cuota de mercado, incluso en las circunstancias más adversas.

En el año 2013, las exportaciones han crecido a un ritmo superior al 5% en términos reales, por encima de nuestros principales socios comerciales. Un crecimiento que esperamos se mantenga a lo largo del año 2014.

Esta evolución ha permitido que las exportaciones de bienes y servicios supongan ya el 35% de nuestro PIB y que hoy la economía española sea la segunda europea más volcada al exterior.

Otro factor que, sin duda, ha contribuido también a la recuperación ha sido la moderación de precios, con un doble efecto positivo. En primer lugar, ha aumentado la renta disponible de las familias. En segundo lugar, ha favorecido el consumo privado.

En definitiva, estamos ante un cambio de pauta fundamental en el crecimiento económico de España. Si en los años previos a la crisis crecíamos por la acumulación de crédito en sectores no productivos, hoy lo hacemos gracias a la eficiencia y al control de costes internos de la economía.

Todo ello ha contribuido a que en 2013 se produjera un hecho muy importante. España ha corregido, de forma clara, el desequilibrio que mejor sintetizaba las grandes debilidades de la economía española: el déficit exterior.

Esperamos que el año 2013 finalice con un superávit por cuenta corriente en torno al 1%. El Fondo Monetario Internacional señala además que España es la economía de la zona euro que tendrá un mayor crecimiento de su superávit por cuenta corriente en los próximos años.

Gracias a esta situación de la cuenta corriente, la dinámica de nuestro endeudamiento externo está cambiando. Hoy estamos de nuevo en disposición de cubrir con ahorro interno nuestras inversiones y la capacidad de financiación frente al resto del mundo nos va a permitir reducir el elevado endeudamiento externo.

Asimismo, la recuperación del sector exterior nos confirma que el cambio de ciclo es estructural. Tradicionalmente, la economía española reproduce el mismo modelo de salida de la crisis. En primer lugar, se recupera el sector exterior, después se recupera la inversión y por último el consumo.

De algún modo, toda esta mejora ha sido ya adelantada por los inversores. España ha vuelto a ser de nuevo un país atractivo, dinámico y competitivo, como demuestra la recuperación paulatina de los flujos de inversión directa extranjera. Frente a las importantes salidas de años anteriores, hasta noviembre de 2013 se registró un 50% más de inversión extranjera que en el 2012.

A este dato, se une la bajada progresiva de la prima de riesgo, que acabó el año en torno a los 200 puntos básicos, y la buena marcha de los programas de financiación del Tesoro, que durante el año pasado consiguió financiarse al segundo interés más bajo desde nuestra entrada en el euro y con emisiones no vistas desde antes de la crisis.

Se demuestra que, por primera vez desde que comenzara la crisis, no estamos ante una recuperación en falso, sino ante una mejora de carácter estructural que debemos seguir alimentando para que se fortalezca y se traslade con intensidad a la economía real.

Con este objetivo, a lo largo de los últimos doce meses, el Gobierno ha desarrollado una importante batería de medidas estructurales para liberalizar los mercados de bienes y servicios, racionalizar al sector público y reactivar el crédito.

Medidas como la Ley de Garantía de Unidad de Mercado, la Ley de Desindexación, la racionalización de las administraciones públicas, la reforma local, la Ley de Emprendedores y su internacionalización o la liberalización de horarios comerciales, entre otras.

Todas ellas han contribuido de manera sustancial a afianzar la recuperación y han inyectado la flexibilidad y la competitividad necesarias para volver a crecer de manera sostenida durante los próximos años.

5. La respuesta de Europa a la crisis: Unión Bancaria

Siempre he afirmado que la recuperación económica vendría también de la mano de Europa. El año 2013 ha sido un año vital para la historia de la Unión Europea y en concreto, para la Unión Bancaria.

Probablemente, la Unión Bancaria es el paso más importante que ha dado Europa desde la creación de la moneda única. Estoy seguro de que esta crisis no hubiera tenido ni la profundidad ni el alcance que ha tenido si hubiéramos contado con este instrumento en el pasado.

2013 ha sido el año en el que hemos convertido al Banco Central Europeo en supervisor único, encomendándole la vigilancia de más de 130 entidades de la zona euro y, en el caso concreto de España, la de prácticamente el 90% del sector.

No sin grandes dosis de diplomacia, los ministros de Economía de la zona euro llegamos a un acuerdo histórico sobre el segundo pilar de la Unión Banca-

ria: el Mecanismo Único de Resolución. Estoy convencido de que pronto alcanzaremos un acuerdo con el Parlamento europeo para que entre en vigor en el año 2016.

Supone un paso más hacia la igualdad de todos los europeos, ya que en caso de que una entidad financiera presente problemas de viabilidad, las reglas del juego serán las mismas para todos.

Además, los europeos hemos acordado que los cierres y reestructuraciones de las entidades con problemas sean sufragados por los propios bancos, a través de un Fondo Común de Resolución.

Es un logro fundamental, que recoge la posición que ha mantenido España desde el primer momento.

Confío además que la puesta en marcha de la Unión Bancaria contribuya de manera importante a romper con la fragmentación de los mercados que aún persiste en la Unión Europea y que ha castigado especialmente a España.

Sin duda, nos quedan retos importantes por delante. Entre los principales se encuentran el empleo y continuar con el necesario desapalancamiento de la economía. Un proceso que debe ser compatible con que el crédito fluya hacia los sectores más productivos y eficientes de la economía.

6. Conclusión

El año 2013 ha sido un año fundamental para la economía española. Con él decimos adiós a una larga y dura crisis, pero al mismo tiempo iniciamos un nuevo ciclo económico de recuperación y crecimiento.

Coincide además con el paso del ecuador de esta legislatura. La reforma financiera, la reforma laboral y la consolidación fiscal implementadas durante estos dos años es lo que nos ha permitido situarnos en la recuperación.

Es el momento de continuar con estas políticas de oferta. Es el tiempo de afianzar lo conseguido. Por eso, durante este año 2014 procederemos a la revisión del sistema impositivo, con la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas que favorezca a las rentas más bajas y a las familias con hijos y con personas mayores a su cargo. Todo ello dentro de un sistema fiscal que impulse el crecimiento y permita mayor eficacia recaudatoria, fomente el ahorro y contribuya a una mayor equidad.

La recuperación económica tiene que llegar a todos los españoles, porque de todos ha sido el esfuerzo que nos ha traído hasta aquí.

Confío en que esto sea una realidad en el balance de la economía española del próximo año 2014.

UN QUINQUENIO CRÍTICO: LA REINDUSTRIALIZACIÓN NECESARIA

José Ramón Lasuén

Catedrático Emérito de Teoría Económica, UAM

RESUMEN

La crisis que todavía afecta al mundo occidental solo en apariencia fue fruto de la especulación bancaria e inmobiliaria. La vanguardia del pensamiento económico cree que ambas han sido fenómenos superficiales de causas estructurales más profundas y duraderas, relacionadas con el fortísimo proceso de desindustrialización que ha sufrido Occidente, y en especial Europa, en las tres últimas décadas. El vacío creado por la desindustrialización se llenó apresurada e ineficazmente por servicios financiados por el capital internacional. Por tanto, ni la recuperación ni la corrección de la creciente desigualdad de rentas deseados tendrán lugar hasta que se corrijan esas causas. Aunque se debatirá durante mucho tiempo cuáles son exactamente, hay bastante unanimidad acerca de cuál es la pauta de sus efectos: La creciente desigualdad de rentas, contraria a la convergencia de las mismas experimentada en el auge de la posguerra, se debe al bajo crecimiento económico registrado y proyectado y este a la desindustrialización. Se estima, por tanto, que Europa solo recobrará su senda de expansión igualitaria a través del nuevo crecimiento que produzca una exportación industrial de altas tecnologías con un euro fuerte y de medias tecnologías necesariamente devaluadas internamente.

El artículo esboza, desde esta perspectiva, cómo se puede intentar resolver, cíclica y estructuralmente, la problemática actual española, que radica en cómo pasar de unas exportaciones de baja y media tecnología, mediante reducciones de salarios, a otras de alta tecnología que hay que crear.

PALABRAS CLAVE

Especulación bancaria e inmobiliaria, Quinta revolución industrial, TIC, Nanotecnología, Biotecnología, Patentes universales.

La crisis se está alargando, mucho más de lo que los gobiernos y las sociedades occidentales esperaban, porque el diagnóstico más aceptado, especulación financiera y burbuja inmobiliaria derivada, no explicaba ni explica ni el retardo ni la debilidad de la recuperación prevista.

Tyler Cowen, en sus dos últimos y afamados libros, *The Great Stagnation* y *Average is Over*, 2011 y 2013, proporciona una explicación que está recibiendo una gran aceptación. Según él, las dos burbujas, la financiera y la inmobiliaria, están teniendo tan desmedida fuerza y duración porque cabalgan sobre una tendencia recesiva mucho mayor que ellas ocultan. Se trata de una reducción persistente y acumulativa de las tasas del crecimiento tecnológico que se está acen tuando progresivamente desde la década de los años setenta. Y que origina una reducción progresiva en

las tasas de crecimiento económico occidental, desde el 3% habitual de los años setenta hasta el anémico 1% a que aspiran alcanzar los países de la OCDE y en especial Europa.

En breve, la nueva y quinta revolución industrial, la de la Información y Comunicación, Nanotecnología y Biotecnología, no crea, por el momento, nuevos empleos. la suma del empleo total creado por las grandes empresas de Internet, Microsoft, Google, Apple, etc., en Estados Unidos no supera las 300.000 personas, frente a las decenas de millones que generaron las revoluciones previas de la máquina de vapor, el motor de combustión, la electricidad, la química sintética, de manera que a medida que han ido madurando las tecnologías previas y han frenado su ritmo de creación de renta y empleo, las nuevas empresas de las TIC no han rellenado ni una ínfima parte del enorme vacío creado.

Este fenómeno, mucho más grave que el de las burbujas, porque frena el crecimiento secular que es mucho más importante que el cíclico que estas originan, incorpora adicionalmente otro defecto distributivo que acentúa el productivo descrito. La revolución tecnológica de las TIC no solo disminuye el crecimiento de la renta y el empleo sino que genera una creciente disparidad entre las remuneraciones de los escasos empleos que crea. En consecuencia, la diferencia en renta y riqueza entre el 10% más rico de la población, constituido por quienes trabajen con las máquinas informáticas más sofisticadas, y el 90% restante será al menos doble que la actual.

Un análisis coincidente, más profundo y completo pero menos conocido, es el que ha desarrollado T. Picketty en su *Le Capital au XXe Siècle*, 2013, cuya traducción al inglés va a publicarse en los próximos meses.

Para él, la causa del incremento de la desigualdad no es solo secular, generado por el comportamiento de mayor sustitución de empleo por capital de las nuevas tecnologías, sino estructural: está incrustado, forma parte esencial de la dinámica capitalista.

Frente a Kuznets, que defendió la famosa tesis de la *U* invertida, es decir, que el crecimiento económico inicialmente genera una desigualdad social que luego corrige aumentando la convergencia de las rentas de capital y trabajo; y frente al no menos respetado Kaldor, que mantuvo que la distribución de la renta a largo plazo entre capital y trabajo es constante, Picketty sostiene convincentemente que la distribución de la renta empeora, como hoy acontece, cuando el crecimiento de la renta es bajo y mejora cuando es alto, alternativa y secuencialmente.

Ello se debe a las dos leyes que, según él, describen la dinámica capitalista. La primera es una identidad: la tasa de participación del capital en la renta es igual a la rentabilidad anual del capital (la suma de rentas, intereses y beneficios) multiplicada por la intensidad relativa vigente de la acumulación (por el porcentaje en que la riqueza supera a la renta anual). La segunda es una hipótesis empírica, que ha constatado en la historia, especialmente de Francia. En ella afirma que la intensidad vigente de la acumulación es igual a la tasa de ahorro dividida por la del crecimiento.

Así, por ejemplo, si la tasa anual de ahorro es constante y en torno al 10% de la renta y la del crecimiento, variable, del 2%, el valor de la acumulación vigente, de la riqueza, es el 500% de la renta. Y el 1.000% si el crecimiento de la renta disminuye al 1%. Pero solo el 250% si la renta crece al 4%. Aplicando a continuación estos valores a la identidad contable previa resulta que si la rentabilidad del capital es 5% y la tasa de crecimiento es el 2%, la participación de las rentas de capital en la renta será del 25% (500% por 5%). pero alcanzará el 50% si la renta crece solo al 1%, como es probable que acontezca en Europa.

Según los dos análisis resumidos de Cowen y Picketty, de amplio apoyo respectivamente en Norteamérica y en Europa, el futuro occidental en al menos la próxima década es bajo crecimiento, fuerte paro y creciente desigualdad.

En este nuevo mundo, el porvenir de Europa y España es aún más problemático. Salvo que hagan un esfuerzo inversor masivo en educación y en I+D+i, que luego comento y preciso. En efecto, no pueden concurrir en calidad con Estados Unidos y, en general, con los países del área del dólar, mucho más avanzados en las nuevas tecnologías. Tampoco les será fácil competir en precio, en las tecnologías bajas y medias existentes, con China y los países de su entorno. Como ha documentado recientemente P. Marsh en su *The New Industrial Revolution*, 2012, no solo debido a su mayor capacidad de ahorro e inversión y a su barata y competente población, sino a su mejor localización. En efecto, el eje del mundo se ha desplazado del Atlántico Norte al Pacífico Oriental.

En estas condiciones, y mientras permanezca en la Eurozona, que sigue siendo su mejor opción, España debe crecer, solo puede hacerlo, a través de las exportaciones, porque esa es la estrategia más adecuada para que Europa recupere su antiguo lugar en el mundo y la que, afortunadamente, impulsa e impone Alemania.

Sin recursos energéticos, con una base industrial que incorpora con dificultad las nuevas tecnologías, porque sus científicos y empresarios son menos dinámicos, y su población envejecida, es cada vez menos productiva y más costosa, Europa declina con la globalización.

Hace unas décadas producía alrededor del 25% del PIB mundial, hoy apenas alcanza el 20% y en las dos próximas décadas puede llegar al 15%.

Para recuperar lo perdido, con un euro fuerte, necesario para poder pagar sus importaciones forzosas de materias primas, tiene que aumentar sus exportaciones con una doble política. Con el impulso de las exportaciones de alta y medio alta tecnología de los países del norte, que se venden a precios altos y constantes en virtud de su calidad, por el incremento de las actividades de I+D+i. Y con políticas adicionales de devaluación interna, es decir, de reducción de salarios y otros costes, en los países del sur, que son imprescindibles para que puedan exportar las producciones de su base industrial de baja y medio baja tecnología, que solo se pueden ampliar con reducciones de precio.

En este contexto, España, mientras no reconvierta la base industrial de baja y medio baja tecnología que, con la excepción de las empresas de automóviles, química, farmacia y aeronáutica, es en la que se ha especializado pasivamente desde el principio de siglo, por su excesiva concentración en los servicios especialmente bancarios e inmobiliarios, tendrá que seguir basando su crecimiento en la exportación por devaluación interna.

Mientras no instale una base industrial de alta y medio alta tecnología, mientras no lleve a cabo esa necesaria reindustrialización que debe iniciar cuanto antes, tendrá que seguir exportando reduciendo los salarios reales.

El resultado que así puede alcanzar es menguado. Aunque el superávit anual de la balanza de pagos sea del mismo orden que los ya registrados, el PIB no podrá crecer más el 1,5% anual si solo lo hace a través de la exportación. Tasa que no es suficiente para reducir el paro. Y como no es posible, ni social ni políticamente, mantener durante varios años los tres millones y medio de parados *reales* que existen en el país —si se descuentan de las cifras oficiales el exceso de la población sumergida española sobre la media europea—, es obvio que en esta etapa de necesaria transición tecnológica, el impulso de la demanda externa se ha de completar con el de la demanda interna.

Desde la perspectiva de la reindustrialización, el impulso de la demanda interna es imprescindible para

que sea social y políticamente viable el paso de una base tecnológica baja y medio baja a una alta y medio alta en la década futura.

Ahora bien, el principal impulso de la demanda interna en el próximo quinquenio es, fundamentalmente, el aumento del consumo. La pauta cíclica tradicional de devaluación —exportación-inversión-consumo-gasto público— no sirve. En efecto, el Gobierno no puede aumentar el gasto público, al contrario, tiene que reducirlo. Y la iniciativa privada no puede aumentar sensiblemente la inversión. Aparte de la necesaria para exportar, España, como tiene una gran capacidad ociosa en industrias de viejas tecnologías, tardará algún tiempo en comenzar a invertir en actividades de nuevas tecnologías.

Pues bien, aunque imprescindible, esa alza del consumo no es fácil de conseguir. No porque no haya demanda. La hay, pero latente; no, efectiva. Quienes más pueden consumir, que son los hogares con empleo, no tienen la liquidez adecuada. La que han creado, que es mucha, con el ahorro forzoso que han llevado a efecto para ajustarse a la brutal reducción del crédito personal que han producido los bancos, la atesoran por motivo de precaución.

Como he dicho muchas veces, y ahora insisten en el FMI y en Bruselas, para financiar sobre todo el consumo y la inversión que sea imprescindible, es necesario que los bancos moderen sus devoluciones al BCE y a financiar a las grandes empresas en las que participan y al Estado, por el menor riesgo y coste de gestión y mayor beneficio que suponen, y que dediquen sus recursos a financiar a los hogares y a las pymes.

Más pronto o más tarde es imprescindible que lo hagan, porque las grandes empresas y el Estado se financiarán crecientemente en el extranjero, que es más barato, como ya han empezado a hacer. Pero es conveniente que se anticipen al mercado y que el Gobierno los incentive para que dejen de contraer el crédito interno.

De manera que, sí, como muchos afirman, es necesario que los bancos amplíen el crédito privado. Pero no solo a las pymes, como dicen, sino, especialmente, a los hogares. A las pymes, sobre todo, para que mantengan

el empleo existente, pues, sin él, faltos de ventas y de circulante, pueden quebrar. Ya lo han hecho alrededor de 400.000 y hay muchas al borde del colapso, no porque precisen fondos de inversión sino circulante. A los hogares para que, en este momento de necesaria transición tecnológica, basada en una exportación impulsada por una reducción de salarios, consuman y así crezca la renta por encima del 1,5% que puede procurar la exportación y se cree empleo en magnitud relevante.

Este proceder, hay que subrayar, es compatible con la obligación contraída de reducir la excesiva deuda externa, 92% del PIB, y la del crédito interno aún mayor, 188% del PIB, producto ambos del despilfarro del auge previo. En efecto, el crédito que las familias y las pymes van a requerir es mucho menor que el hueco de recursos bancarios que crearan las grandes empresas y el Estado al financiarse crecientemente, como pueden hacerlo y empiezan a hacer, en los mercados internacionales. Por otra parte, como este proceso tendrá lugar en un momento en el que los superávits de la Balanza de Pagos reducirán la deuda externa, los mercados considerarán lógico que las empresas del IBEX y el Estado recurran a la financiación internacional, que es más barata, y que los bancos, así liberados, aumenten el crédito interno.

Con este reajuste financiero, el consumo privado puede crecer al 2 o 3% anual y, como consecuencia, el PIB puede incrementarse alrededor de 1,5%, para alcanzar, con el que origina la exportación, en torno al 3%. Tasa que es suficiente para crear un empleo anual del orden de 300.000 personas en las industrias de baja y media tecnología. Es decir, capaz de absorber una gran parte de las personas poco calificadas que trabajaron en la construcción e industrias auxiliares.

Pero hay que estar conscientes de que esta forma de robustecer la recuperación es perecedera, solo es viable mientras la devaluación interna cree saldos en superávit de la balanza de pagos. Lo que será cada vez más difícil de conseguir a medida que nos aproximemos al final del quinquenio. En primer lugar, porque la aceleración del crecimiento impulsará las importaciones. En segundo, porque, aunque aumente significativamente el empleo y ello justifique mejor la

devaluación interna, cada vez será menos aceptable el disminuir o congelar los salarios reales o limitar su crecimiento por debajo del de la productividad, lo que frenará las exportaciones.

A partir de ese momento, para seguir creciendo y aumentando el empleo, a salarios crecientes, a través de la exportación, del consumo y de la inversión que ello induzca, financiados por el ahorro creado, será preciso contar con la base industrial de tecnología alta y media alta que se habrá debido comenzar a instalar durante esa transición, lo más rápidamente posible.

Lo que exigirá haber ido determinando previamente, en grandes rasgos, por los distintos agentes sociales, qué tipo de industrias hay que promover, en qué lugares, cómo se han de financiar, qué recursos humanos requieren y cómo se han de promover. Para lo cual es imprescindible que el país conozca y asuma cuál es su problemática real y qué soluciones básicas exige el reto de transformarse en una economía completamente desarrollada.

En una primera aproximación, los rasgos más importantes de la dotación de capital físico y humano de que dispone el país para tal empeño, son los siguientes:

Respecto del capital físico: aunque hay excepciones puntuales, la mayor parte del país, 80% de la superficie, 60% de la población, 50% del PIB y 30% del comercio exterior, tiene poca industria y de tecnología baja —textil, confección y cuero; madera, corcho y muebles; alimentación, bebidas y tabaco; papel y artes gráficas— y medio baja —caucho y plásticos; minerales no metálicos; productos metalúrgicos de base; construcción naval; refinado de petróleo; y otras industrias manufactureras—.

Las industrias de tecnología media alta —maquinaria mecánica; maquinaria eléctrica, vehículos a motor; otro material de transporte; química— y alta —equipos de oficina; electrónica y comunicaciones; instrumentos científicos; aeronáutica; farmacia— se sitúan en las comunidades autónomas de renta per cápita mayor que la media del país y de mayor gasto y empleo en industrias de alto I+D+i por habitante. Tienen aproximadamente el 40% de la población, el 50% del PIB y el 70% del comercio exterior. Son

las siguientes, en orden descendente de productividad. País Vasco, Madrid, Cataluña, Navarra y Aragón.

Esa estructura productiva está interrelacionada por unas infraestructuras que, a pesar de las inversiones llevadas a efecto en los últimos años, es insuficiente. Contiene excesos espectaculares y defectos fundamentales. Razón por la cual el índice sintético mundial aún coloca a España en el 28º lugar.

El obstáculo mayor para la industrialización de alta y media alta tecnología no es, sin embargo, el capital físico sino el humano. Que es de nivel bajo y medio bajo en las dimensiones más importantes: fuerza laboral poco educada, escaso número relativo de científicos y técnicos y menor aún de empresarios. Estos defectos son producto tanto de la escasez de los recursos dedicados a la educación, la ciencia, la investigación y la empresarialidad como a la ineficiente orientación competitiva de los organismos creados para gestionarlos. Cómo detallo a continuación con datos de *Cotec* 2012.

Para su nivel relativo de renta, el nivel educativo de la población española es bajo. *El español es más rico que culto*. El porcentaje de la población comprendida entre los 25 y 65 años que ha terminado la educación secundaria superior es solo el 53% de la total. Inferior a la media de los cinco grandes países de la Eurozona que es el 70%. Desde 2005, este porcentaje tiende a mantenerse constante porque el abandono escolar de los menores de 18 años, 25%, refuerza la tendencia. Pese a lo que se divulga, lo mismo acontece con la población de 25 a 34, que no está tan bien educada como se dice. Debido igualmente al abandono, el porcentaje de los que terminan la educación superior es menor que la media europea. Por lo que el lugar que España alcanza en el *ranking* mundial es el 19º, inferior al 14º que obtuvo en 2005. Todo ello es debido, sin duda, al bajo nivel del gasto público en educación que, en porcentaje del PIB, coloca a España en el 27º lugar. Pero también es atribuible a la ineficiencia competitiva del sistema educativo que, en términos relativos internacionales, nos asigna un lugar aún inferior, el 40º. Eso es lo que explica los bajos resultados Pisa en lengua, 30º, y matemáticas, 31º. Y, en definitiva lo que nos sitúa en el último ter-

cio de los 47 países evaluados. Y lo que explica, lo que es mucho más grave, el bajísimo nivel emprendedor de la población, que apenas alcanza el lugar 50º en el *ranking* mundial correspondiente.

La baja calidad en educación incrementa la baja cantidad y calidad de la investigación. Lo que, en gran medida, determina la escasa competitividad cualitativa de la economía española, que tiene que superar con la devaluación, en su día externa y hoy interna. Ordenados de mejor a peor, estos son los lugares que obtiene la investigación española en el *ranking* mundial. El mejor índice es el del número absoluto de artículos científicos publicados anualmente. De acuerdo con él, España ocupa el lugar 10º, es decir, un lugar menos que el que corresponde a su PIB. Pero por el número de citas que originan en el mundo científico ocupa el 17º lugar. Ello se debe a que al utilizar últimamente ese dato como básico para la promoción de profesores universitarios, aumentó la cantidad inflacionaria de artículos y disminuyó su calidad. A pesar de ello la cantidad relativa alcanzada es aún baja, como muestra el hecho de que por el número de artículos por millón de habitantes ocupa el lugar 22º.

Algo parecido ocurre con las patentes universales que ha conseguido la investigación española. En valores absolutos ocupa el 17º puesto pero, por millón de habitantes, se sitúa en el 28º. Lo mismo revela el índice sintético de innovación, en el que España obtiene el 22º lugar. Todo ello debido a que dedica un porcentaje muy bajo del PIB a I+D, el 29º puesto mundial. Y a que la investigación española está poco orientada hacia la competitividad tecnológica.

Las consecuencias de lo dicho son obvias: la cobertura de las exportaciones españolas de media alta y alta tecnología, es decir el porcentaje que representan sus producciones respecto del total de sus importaciones, es muy baja. Del orden del 38%. Lo que sitúa a nuestro país en el 25º puesto mundial de competitividad en industrias de media y alta tecnología. Esa es la razón por la que, a pesar de la reducción salarial experimentada, el índice de competitividad de la economía española no ha aumentado sensiblemente sobre el del decenio previo y sigue ocupando el 16º lugar mundial.

La solución es evidente: hay que aplicar el sentido común o, lo que es más sencillo, copiar a los países que están haciendo con éxito la última revolución industrial. Es necesario que las zonas más competitivas del país se desprendan de las industrias de menor tecnología que poseen, en favor de sus periferias, y concentren sus esfuerzos en la instalación de las de vanguardia. Creando para ello todas las organizaciones precisas para dotarles de los recursos económicos y humanos necesarios.

Para ahorrar costes, en España, en una primera fase, esa tarea debe realizarse fundamentalmente en sus tres motores de crecimiento, País Vasco, Madrid y Cataluña. Con métodos y matices diferentes debido a su diversa estructura productiva. Con los datos disponibles de CEPREDE del Instituto L. R. Klein de la Universidad Autónoma de Madrid, los rasgos genéricos, posibilidades y dificultades, de su reestructuración pueden ser los siguientes:

El País Vasco es la región más equilibrada de las tres: tiene fundamentalmente una estructura productiva de tecnología media baja y media alta, como puede constatar con los datos de las *secciones de patentes* en las que se hallan las obtenidas, que es el mejor indicador comparativo disponible. Sus especialidades productivas son: sección B: técnicas industriales diversas y transportes; E: construcciones fijas, y F: mecánica, iluminación, calefacción y armamento. Con pocas actividades de tecnologías bajas y altas de las que puede desprenderse y ampliar respectivamente. Lo que intente puede hacerlo autónomamente porque tiene superávit significativos en su comercio interregional e internacional, del orden del 15% de su PIB actualmente. Que podrá mantenerse a un nivel alto, de alrededor del 5%, incluso cuando cese la devaluación interna, disminuya el incremento de las exportaciones y aumente el de las importaciones. Y posee la población más educada y más productiva del país y una clase empresarial potente y bien aceptada, aunque carezca de una potencia científica e investigadora equivalente. Su único problema es su pequeño tamaño, que le dificulta la adopción de tecnologías que tengan muchas economías de escala. Como es generalmente el caso con las nuevas.

El caso de Madrid es casi el inverso. Tiene una estructura productiva muy desequilibrada. Está especializada en tecnologías media alta y alta —secciones C: química y metalurgia; G: física; H: electricidad—. Especialmente, en industrias de alta tecnología —equipo electrónico, telecomunicaciones, *software*, óptica e instrumentos de precisión, aeronáutica y farmacia— de las que genera el 65% de la producción nacional. Carece, relativamente, de industrias de baja tecnología que solo puede difundir en pequeña medida a su periferia. Su población es la segunda más educada del país y la que dispone de mejores recursos educativos y científicos. Concentra, también, a los mejores empresarios y banqueros, aunque, por razones políticas, son poco estimados por la población. Lo que debilita su liderazgo. En balance de todo lo anterior: tiene una ventaja comparativa importante para seguir absorbiendo la mayor parte de las nuevas tecnologías y convertirse definitivamente en el motor determinante de la economía española. No obstante tiene un problema básico por resolver: tanto su comercio interregional como el internacional son fuertemente deficitarios, los más del país, alrededor del -15%, que aumentará probablemente hasta el -25% de su PIB cuando cese la devaluación, porque aunque aumenten sus exportaciones de alta tecnología no disminuirán en gran medida sus importaciones de tecnologías bajas y medias. Por lo que su expansión dependerá básicamente del ahorro externo, tanto nacional como internacional, que hasta el momento sigue volcándose sobre su economía.

Cataluña es la economía regional más difícil de transformar en una base industrial de alta tecnología, porque ello exige una profunda reconversión desde su base tradicional de baja y media baja tecnologías. Lo que es preocupante, para ella y para el resto del país, porque supone el 17% de su población, el 21% de su PIB y el 33% de sus exportaciones. Cataluña está especializada en los productos de la sección A de patentes: necesidades corrientes de la vida, y en la D: textil y papel. No obstante, por su tamaño, dispone de una fuerte producción de actividades de tecnología media alta, como automóviles y química. Puede, por ello, desprenderse de sus abundantes producciones de baja y media tecnología en favor de su periferia y dedicar los recursos humanos y de capital así liberados a inten-

tar ampliar y crear sus escasas industrias de tecnología media alta y alta. Posee bastantes ventajas y recursos para ello. Y algunos graves inconvenientes: a pesar de que tiene unas de las mejores universidades del país, tiene un nivel educativo medio solo un poco superior a la media española y su dotación relativa de científicos e investigadores tampoco es amplia. Disfruta, en cambio de una clase empresarial tradicional abundante y respetada. El obstáculo más fundamental para su reconversión es que no tiene suficiente autonomía financiera. Aunque el saldo de su comercio interregional es positivo, tendencialmente es muy inferior al negativo de su comercio internacional, por lo que el saldo neto global tiende a ser muy deficitario. Por el momento es positivo, en torno al 5% de su PIB, debido a la devaluación interna, que ha aumentado mucho sus exportaciones internacionales y disminuido las importaciones. Pero en el momento que cese la devaluación, disminuya fuertemente el ritmo de sus exportaciones de baja y medio baja tecnología y aumente el de las importaciones de alta y medio alta tecnología, el saldo neto externo puede alcanzar el -15% de su PIB, que es un poco inferior al previsible de Madrid, pero mucho más difícil de financiar, con ahorro externo, nacional e internacional, por lo poco atractiva que es su base tecnológica y sociopolítica.

Para llevar a efecto con éxito estas políticas es indispensable eliminar previamente todos los rasgos intervencionistas institucionales, legales o reglamentarios, que dificultan o impiden la creación de empresas, que en España son fortísimos pues, según el *ranking* del Banco Mundial, *Doing Business*, ocupamos el lugar 142 entre los 189 países analizados al respecto. Y hay que empezar a crear ventajas comparativas para atraer la actividad empresarial, que son aún muy débiles, pues todavía ocupamos el lugar 52 en esta dimensión. Hay que eliminar frenos y establecer aceleradores institucionales mundialmente estandarizados, que no es necesario inventar, que han sido comunicados al Gobierno y que este está tratando de legislar aunque con menor rapidez e intensidad que la precisa

A la par, dentro del marco de libertad económica que así se cree, es preciso establecer unas políticas de investigación y de educación orientada a fomentar la creación individual, la innovación y la adopción, en todos

los segmentos de la sociedad, radicalmente opuestas a las aplicadas en las últimas décadas que han sido y son dogmáticas de izquierda o derecha. Por lo que frenan aún más las iniciativas empresariales españolas, ya de por sí escasas debido a su inercia cultural.

Cómo explica el nobel E. Phelps en su último y básico libro, *Mass Flourishing*, 2013, el desarrollo occidental requirió y requiere que no sea solo una élite científico empresarial —burguesa, socialista o corporativista— la que innove, financie y adopte nuevos productos y métodos. El crecimiento elitista se agota en pocas generaciones. El único que perdura es el que lleva a cabo el consumo de toda una *sociedad, modernista y modernizadora*, abierta en todos los ámbitos culturales y materiales a ejecutar y aplicar todos los cambios que mejoren la libertad y el bienestar. *La clave última de la innovación es el consumidor modernista.*

Dentro de ese marco institucional y cultural, qué rasgos industriales entre los apuntados hay que implementar y concretar en proyectos específicos y cuáles hay que corregir es algo que solo pueden y deben decidir fundamentalmente los nuevos empresarios de los productos de media alta y alta tecnología. Con la ayuda de los científicos, investigadores, técnicos, educadores y comunicadores que los rodeen. Sin embargo, hay que advertir que no lo podrán llevar a cabo, o lo harán parcial y deficientemente, si no se produce antes un cambio sustancial en la opinión pública acerca de los objetivos a alcanzar y de los medios a emplear, de sus valores y actitudes.

Porque, al contrario de lo que acontece en los países completamente desarrollados, en España, los empresarios, los científicos, los investigadores, los educadores, los comunicadores y los artistas serios gozan de menor credibilidad, estima, reputación y remuneración que, por ejemplo, los artistas populares, las modelos, los deportistas, los jefes de cocina, etc.; de forma parecida a cómo los ejecutivos bancarios improvisados y especuladores han gozado y gozan de mayor prestigio que los banqueros tradicionales.

Hay que tener en cuenta que la década larga del despilfarro no solo ha malgastado cantidades enormes de ahorro interno y externo en crear infraestructuras y superestructuras innecesarias, en lugar de invertir las

en las industrias de media y alta tecnología que son las que pueden crear el empleo futuro. Ha acabado también con la ética y la moralidad que nos permitió iniciar el desarrollo primero y la democracia después. España ha derivado hacia una economía declinante, de empleo o desempleo seguro, servicios públicos gratuitos, ocio y diversión. Es decir, hacia la versión moderna del pan y circo romano, en un país más cercano a la colonia que al imperio.

Si España quiere seguir integrándose en la Europa más desarrollada tendrá que restaurar la ética de la excelencia y la moral del trabajo. *La reindustrialización necesaria exige una regeneración previa.*

PLAN DE PENSIONES DEL COLEGIO
DE ECONOMISTAS DE MADRID

NOS PREOCUPAMOS HOY POR SU TRANQUILIDAD DE MAÑANA

El Plan de Pensiones del Colegio de Economistas de Madrid está diseñado en exclusiva para sus colegiados, y le permitirá vivir el futuro disfrutando desde hoy de sus ventajas fiscales y de la interesante rentabilidad que ofrece este Plan. Venga a vernos y compruébelo.

Bankia
pensiones >

bankia.es

Promotor del Plan de Pensiones: Ilustre Colegio de Economistas de Madrid
Entidad Gestora: Bankia Pensiones S.A.U., E.G.F.P.
Entidad Depositaria: Bankia S.A.



SECTORES PRODUCTIVOS

Coordinadora

Amelia Pérez Zabaleta

*Vicedecana 2ª del Colegio de
Economistas de Madrid*

LA EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA: ALGUNAS SEÑALES ESPERANZADORAS

Rosario Gandoy y Belén González-Díaz

Universidad de Castilla-La Mancha

RESUMEN

En este trabajo se describe el comportamiento más reciente de la industria española. Los principales indicadores al respecto, aunque negativos para el conjunto del año, permiten vislumbrar un ligero cambio de tendencia hacia una posible recuperación económica. Ante la debilidad de la demanda interna, el impulso a la actividad ha de basarse en la demanda exterior. A este respecto, se constata la relevancia que en la generación del valor añadido industrial adquiere la demanda procedente de las economías más desarrolladas, especialmente las europeas, así como la elevada capacidad de transformación en valor añadido nacional de las exportaciones industriales españolas.

PALABRAS CLAVE

Producción industrial, Exportaciones, Demanda externa.

Transcurridos seis años desde el comienzo de la crisis financiera internacional, la economía española empieza a vislumbrar en 2013 signos esperanzadores de recuperación. Después de nueve trimestres consecutivos de caída de la actividad, los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral, correspondientes al tercer trimestre de 2013, registran un exiguo avance del Producto Interior Bruto (PIB) que creció un 0,1% respecto al trimestre anterior. Más que por su entidad, la relevancia de esta minúscula tasa radica en los indicios que aporta acerca de un cambio de tendencia.

Entre las grandes ramas de actividad en que habitualmente se desagrega el PIB, la industria es la que ha mostrado una mayor progresión, con tasas de crecimiento intertrimestrales del 0,5% y 0,8% en el segundo y tercer trimestre de 2013, que se sitúan por encima de las alcanzadas por el PIB. De nuevo, al igual que ocurrió en el breve periodo entre 2010 y 2011, el comportamiento de la actividad industrial parece avanzar una incipiente recuperación de la actividad económica.

Estos datos, sin duda positivos, sin embargo, deben ser tomados con mucha cautela. No cabe duda de que los ajustes llevados a cabo y la corrección de algunos de los desequilibrios provocados por el modelo de crecimen-

to de la economía española empiezan a mostrar sus efectos, pero aún es pronto para confiar en una recuperación sostenida de la actividad. Así, el detenimiento en la caída de la producción en la segunda mitad de 2013 no ha sido suficiente para evitar una contracción del PIB durante los tres primeros trimestres del año del 1,6%, de acuerdo con la información proporcionada por la Contabilidad Nacional Trimestral, y aún mayor, del 2,2%, en la actividad industrial (1). La intensidad de la crisis ha sido de tal calibre que la producción industrial en volumen se sitúa en 2013 en valores cercanos a los alcanzados en el año 2000, y el empleo industrial no ha dejado de caer desde 2008 a un ritmo solo superado por el ajuste en la construcción.

En las páginas que siguen se analiza el comportamiento más reciente de la industria española tratando de aportar alguna evidencia acerca de las posibilidades de recuperación de la actividad industrial.

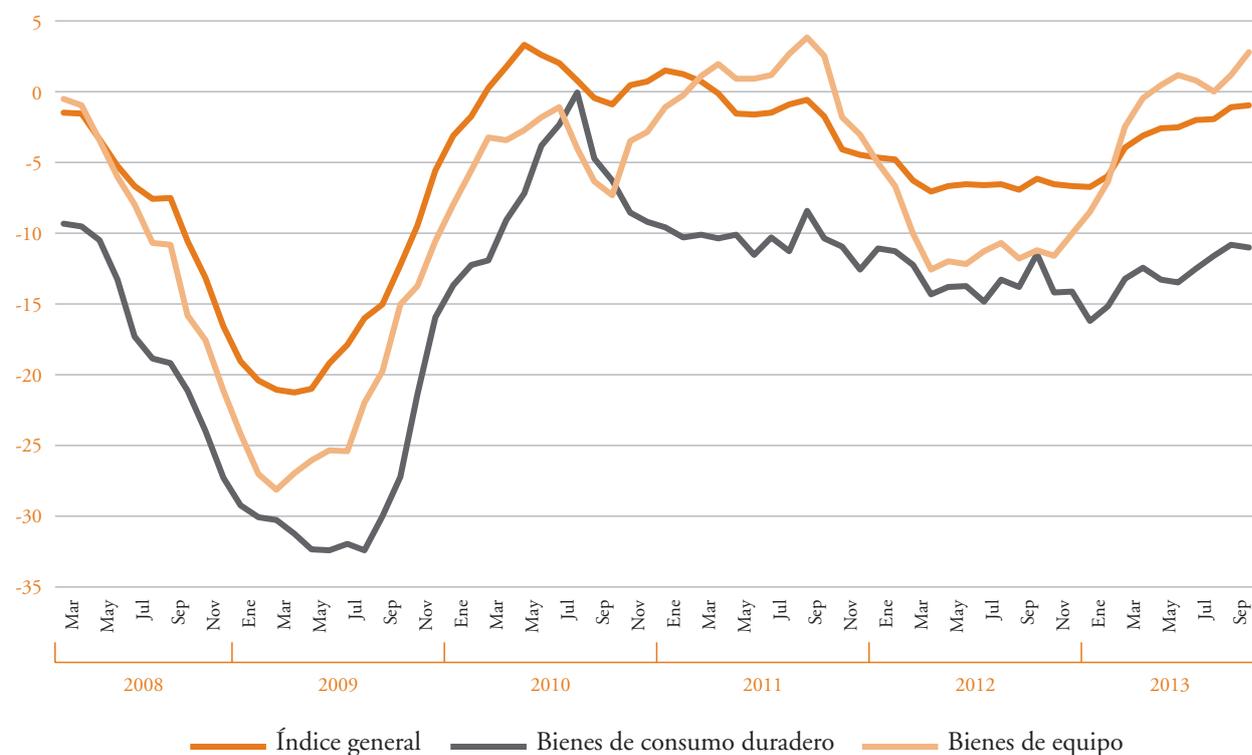
1. La actividad industrial

La evolución del Índice de Producción Industrial (IPI) en los diez primeros meses de 2013 para los que se dispone de información fue claramente negativa, con una tasa de variación respecto al mismo periodo del

Gráfico 1

Evolución del Índice de Producción Industrial

Variación anual. Serie desestacionalizada y suavizada



Fuente: INE, elaboración propia.

año anterior del -2,3%. Sin embargo, un análisis más detallado ofrece algunas señales más optimistas que inducen a pensar que el deterioro de la actividad ha tocado fondo en 2013. La primera de ellas resulta de la comparación de esta tasa con la alcanzada en 2012, cuando la reducción de la actividad fue del 6,4% con datos corregidos de estacionalidad y calendario, y ofrece una primera visión acerca de cierta desaceleración en el proceso de caída de actividad industrial.

La segunda se deduce de la evolución mensual del IPI, cuya representación gráfica ilustra perfectamente el cambio en la tendencia que ha tenido lugar en 2013 y que constituye el rasgo más significativo en lo que a la evolución de la industria se refiere (gráfico 1). Puede advertirse cómo, progresivamente, a lo largo del año se ha ido delineando el último trazo de la W que refleja la doble recesión que ha sufrido la industria española.

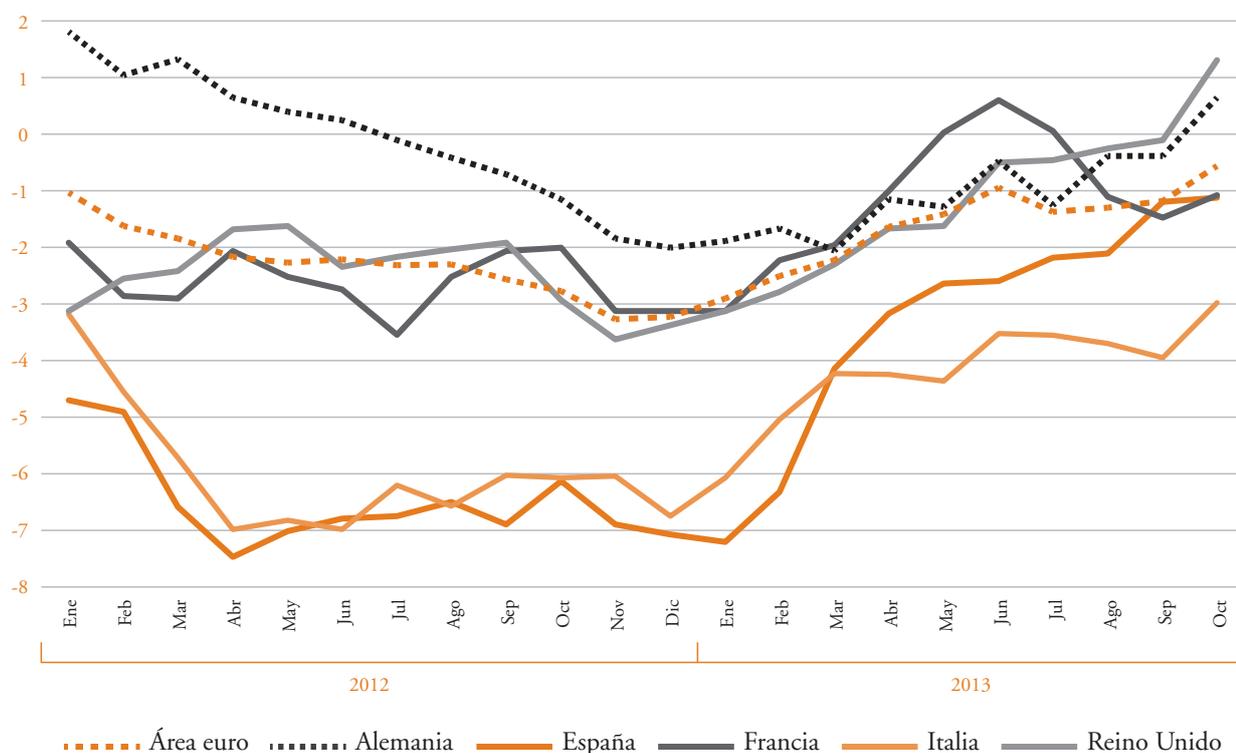
La aportación más positiva a la evolución del IPI general procede de la producción de bienes de equipo, el único sector por destino económico de los bienes industriales que alcanza tasas positivas de crecimiento en 2013. Las ramas con un mejor comportamiento han sido la *fabricación de vehículos*, que ha conseguido recuperar el nivel de producción de 2010, *instrumentos y suministros médicos* y *fabricación de cisternas*. Por el contrario, la producción de bienes de consumo duradero (en especial aparatos domésticos, electrónica de consumo y muebles), los más afectados por la contracción de la demanda interna y la restricción del crédito, ha seguido reduciéndose a elevadas tasas durante el año (2).

La evolución descrita no es exclusiva de la industria española. Como puede apreciarse en el gráfico 2, tanto en el conjunto de los países que constituyen la Unión Monetaria Europea como en las principales economías

Gráfico 2

Evolución comparada del Índice de Producción Industrial

Variación anual. Serie suavizada



Fuente: Eurostat, elaboración propia.

Europeas, la producción industrial detuvo a comienzos del año la senda decreciente que caracterizó 2012 y, progresivamente, fue moderando su ritmo de caída hasta alcanzar tasas positivas en los últimos meses del año. Así, la industria española ha seguido una evolución similar al resto de los países de la zona euro; si bien, en su caso, la intensidad del cambio en su pauta evolutiva ha sido muy superior. Como se señaló en ediciones previas a este balance anual, el deterioro de la producción industrial española en 2011 fue extraordinario, mucho más acusado que en las economías de nuestro entorno (Rodríguez, 2012). La reducción en el IPI entre 2008 y 2013 fue del 24% frente al 9% en el conjunto de la UEM. En este contexto, ha de destacarse, y esta constituiría la tercera señal que propicia el optimismo, la reducción en el diferencial de crecimiento entre la industria española y la eurozona. Si en 2012, cada mes, la producción industrial española cayó de media cuatro puntos porcentuales más que la zona euro, esta distan-

cia ha ido acortándose a lo largo de 2013 hasta finalizar el año con tasas muy semejantes.

Desde luego, no es suficiente con acercarnos a los ritmos de avance de la industria europea. Recuperar los niveles de producción industrial anteriores a la crisis requiere ritmos de crecimientos elevados y continuados; recobrar la participación de la producción industrial española en la oferta comunitaria exige que, además, las tasas de crecimiento de la industria española sean superiores a las de la zona euro. En esta senda, reducir el diferencial negativo respecto al progreso de la industria europea no puede considerarse más que un primer paso en la dirección adecuada.

Otros indicadores también apuntan algún rasgo esperanzador respecto al cambio de tendencia en el sector industrial. Así, aunque la cifra de negocios de las empresas industriales haya registrado un continuado

retroceso (descenso del 3,3% hasta octubre de 2013 respecto al mismo periodo del año anterior; más pronunciado aún en el tercer trimestre), la entrada de pedidos, que anticipa la producción futura de las empresas, ha ido recortando su ritmo de caída a lo largo del año (del 4,7% en el primer trimestre al 2,4% en el tercero). Por otra parte, el aumento en el grado de capacidad productiva utilizada (cuatro puntos porcentuales entre el primer y tercer trimestre del año) y la contracción progresiva de las negativas expectativas que ha registrado el índice de clima industrial a lo largo del año, permiten albergar esperanzas respecto a cierta mejoría en la actividad.

La desfavorable evolución del empleo (descenso anual del 6% en los diez primeros meses), sin embargo, pone de manifiesto la dureza de la recesión industrial acaecida en 2013 y que la creación de empleo industrial requerirá el retorno a una senda de crecimiento sostenido de la actividad que, por el momento, no se percibe.

2. El impulso de la demanda externa

Las esperanzas más fundadas de la recuperación de la actividad industrial descansan en el comportamiento de las exportaciones. En los primeros diez meses del año las exportaciones industriales crecieron un 4,5% respecto al mismo periodo del año anterior (las manufacturas, un 4,7%), contrarrestando la debilidad de la demanda interna. La consideración del destino geográfico de las ventas en el indicador de cifra de negocios refleja con rotundidad el impulso a la actividad industrial proveniente de la demanda externa: mientras que la facturación en el mercado interior en los diez primeros meses se redujo un 7% respecto al mismo periodo del año anterior, la dirigida a otros mercados aumentó en un 4%. Por tanto, la cuestión más relevante de cara a una recuperación sostenida de la actividad industrial es si la demanda externa será capaz de mantener su estímulo a la producción o si, por el contrario, la expansión reciente de las exportaciones solo es la respuesta coyuntural a un mercado interior deprimido (3).

En realidad, el favorable comportamiento de las exportaciones españolas no es una novedad; se viene observando desde comienzos del presente siglo y aún es más

acusado cuando se compara con la evolución de las ventas al exterior de las principales economías desarrolladas. Estas, en un contexto de creciente competencia procedente de los países emergentes, han reducido sustancialmente su participación en las exportaciones mundiales desde principios de siglo. España, junto con Alemania, son los países que mejor se han defendido, consiguiendo mantener su cuota exportadora (4).

Diversos estudios han tratado de explicar la aparente contradicción entre el buen comportamiento de las exportaciones españolas y la pérdida de competitividad que los indicadores de costes y precios muestran para nuestra economía desde el año 2000 hasta bien entrada la crisis financiera internacional. Los análisis constatan que tras los buenos resultados exportadores se encuentra la elevada capacidad competitiva de las empresas exportadoras, especialmente de las de mayor tamaño y productividad donde se concentran la mayor parte de las ventas al exterior (Antràs, 2011; Rodríguez, 2008), así como el esfuerzo empresarial por huir de la competencia en precios mejorando la calidad y el grado de sofisticación de las producciones dirigidas a mercados foráneos (Alcalá y cols., 2012). La creciente orientación de las ventas hacia los mercados con mejores perspectivas de crecimiento y la diversificación de productos (5) están también detrás del favorable desempeño exportador de la industria española (Álvarez y Vega, 2012; Gordo y Tello, 2011).

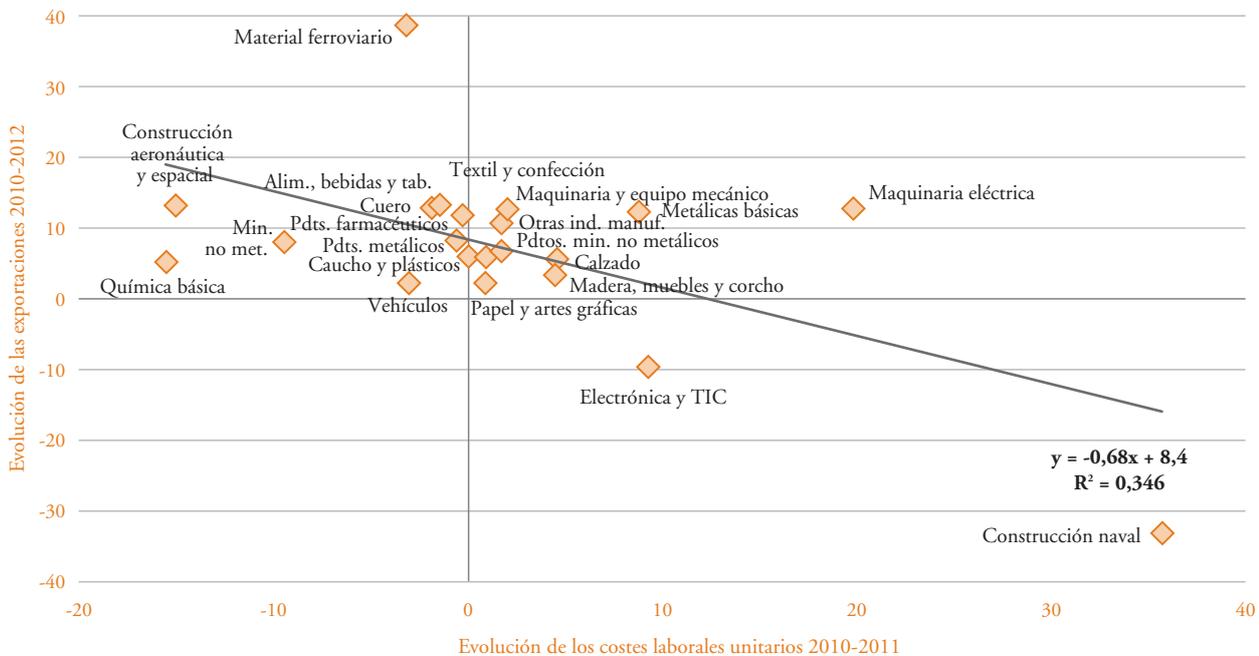
Así pues, la expansión de las exportaciones españolas parece asentarse en robustos pilares, respondiendo a estrategias competitivas de internacionalización empresarial y no solo a una reacción coyuntural ante la debilidad del mercado interior. A este respecto, en Myro y cols. (2013) se constata, a través de un exhaustivo análisis, la existencia de fundamentos sólidos en el patrón exportador de la industria española que avalan la fortaleza de las exportaciones, lo que, en principio, apoyaría la continuidad en el tiempo del efecto impulsor que estas ejercen sobre la producción industrial.

A ello se añade la mejora competitiva que ha tenido lugar en los últimos años en la industria manufacturera. El aumento en la productividad aparente del trabajo derivado de la intensa destrucción de puestos de trabajo y la moderación salarial han posibilitado una nota-

Gráfico 3

Evolución de los costes laborales unitarios reales y las exportaciones

Tasas de variación acumuladas



Fuente: Encuesta Industrial de Empresas (INE), Minetur y elaboración propia.

ble reducción de los costes laborales unitarios (CLU), uno de los indicadores más expresivos de la evolución de la posición competitiva. Así, de acuerdo con la información que elabora el Banco de España, los CLU de las manufacturas españolas en relación a los de la zona euro no han dejado de caer desde el año 2009 (un 13,4% entre 2008 y 2013; el 2,3% en 2013) hasta situarse en una posición relativa similar a la del 2004. Es decir, recuperando la competitividad perdida en el segundo lustro de la década anterior. Como se observa en el gráfico 3, la contención en los costes laborales se relaciona positivamente con el desempeño exportador, siendo las ramas industriales que más han reducido sus CLU las que presentan un mayor dinamismo en sus ventas al exterior.

Además de por su fortaleza competitiva, la evolución de las exportaciones industriales está condicionada por el dinamismo de la demanda externa. La aparición de nuevas estadísticas de la OCDE-OMC (6), que proporcionan información sobre el valor añá-

dido (VA) incorporado en el comercio, provee una visión más ajustada de la incidencia de la demanda foránea sobre el producto nacional que el análisis tradicional basado en las exportaciones. El indicador al efecto es el *Valor añadido doméstico contenido en la demanda final extranjera* (VADDF). La creciente fragmentación internacional de los procesos productivos ha provocado un creciente peso de los bienes intermedios en el comercio. En consecuencia, cada vez en mayor medida, el lugar de destino de las exportaciones para usos intermedios de un país (una etapa más en la cadena de fabricación) no coincide con el lugar desde donde se demanda el producto final y de quien depende, en última instancia, la generación del valor añadido doméstico. El indicador VADDF pone en relación el valor añadido generado en las exportaciones con sus demandantes últimos, aunque aparentemente no exista una relación comercial entre ellos, posibilitando una mejor valoración del impacto de la demanda del resto del mundo sobre la producción nacional.

Cuadro 1**Valor Añadido incorporado en la demanda final exterior, 2008**

	VA en X (*)	VADDF (**)	Distribución del VA por origen de la demanda final (%)					
			Francia	R. Unido	Italia	Alemania	EE.UU.	Portugal
Total economía	75,1	17,6	13,4	11,5	7,7	9,7	8,2	5,8
Alimentación, bebidas y tabaco	79,9	0,4	18,1	8,2	14,9	8,0	3,7	11,5
Textil, confección, cuero y calzado	78,0	0,4	11,3	7,0	11,7	4,0	5,4	15,7
Madera, papel y edición	79,4	0,4	17,4	9,0	7,0	8,9	6,9	9,2
Química y productos no metálicos	57,7	1,8	14,3	7,5	7,4	8,5	10,6	7,4
Metálicas básicas y productos metálicos	71,4	1,2	13,8	8,7	7,6	8,9	7,3	5,8
Maquinaria y equipo	75,2	0,5	13,1	7,4	6,1	8,1	6,6	8,3
Equipos eléctricos y ópticos	67,2	0,5	14,4	12,2	8,9	10,6	10,1	8,0
Material de transporte	65,1	1,1	18,0	13,2	14,7	10,4	2,3	5,7
Otras manufacturas	75,9	0,2	18,6	8,0	7,3	7,3	7,6	10,9

(*) Valor Añadido que España incorpora en sus exportaciones. Porcentaje sobre el total de exportaciones.

(**) Valor Añadido Doméstico incorporado en la demanda final externa. Porcentaje sobre el PIB español.

Fuente: OCDE, WTO-Trade in Value Added.

El VADDF supone el 17% del PIB español (7) (cuadro 1, columna 2); una cifra que se sitúa muy por debajo de la alemana (28%) pero en una posición próxima a la de otras economías europeas desarrolladas (en Francia es del 18%). La desagregación sectorial de este porcentaje muestra que el VADDF en las manufacturas es el 6,5% del PIB, poniendo de manifiesto cómo gran parte del impulso de la demanda externa se dirige a otras producciones, particularmente a la producción de servicios incorporados en las exportaciones de bienes. Asimismo, la distribución porcentual del VADDF en cada rama manufacturera, según el país de origen de la demanda final, evidencia cómo el producto incorporado en las exportaciones de manufacturas españolas depende fundamentalmente de la demanda final proveniente de las economías centrales europeas, Estados Unidos y Portugal, a cuya demanda conjunta responde más del 50% del VADDF en cada una de las ramas. Así, esta nueva aproximación a la incidencia del comercio permite constatar cómo el impulso procedente del exterior a la activi-

dad industrial en nuestro país está condicionado, sobre todo, por la evolución de las economías citadas.

Las nuevas estadísticas posibilitan, asimismo, delimitar en qué medida las exportaciones se traducen en producción nacional en función del contenido importado de las exportaciones (cuadro 1, columna 1). El VA doméstico incluido en las exportaciones de manufacturas españolas oscila entre el 58% en *Química y productos minerales no metálicos*, y el 79,4% en *Madera, papel y edición*, siendo para el conjunto de las exportaciones el 75%. La mayor dependencia de *inputs* intermedios tiene lugar además de en *Química*, en *Equipos eléctricos* y *Material de transporte*, sectores en los que la presencia de cadenas globales de producción es más importante. Las actividades más tradicionales, vinculadas a los recursos naturales, son las que presentan un mayor porcentaje de valor añadido nacional contenido en las exportaciones. Esta capacidad de transformación de las exportaciones en producto, en general, es ligeramente superior a la de las economías comunitarias más desarrolladas (Francia y Alemania), más dependientes de *inputs* foráneos.

3. Consideraciones finales

El análisis efectuado permite albergar ciertas esperanzas acerca de la recuperación de actividad industrial. Los indicadores de oferta, aunque negativos para el conjunto del año, ofrecen signos de un incipiente cambio de tendencia que hay que mirar con cautela puesto que algunos de los factores que intensificaron la incidencia de la crisis en el tejido productivo español continúan presentes. Entre ellos destaca la debilidad de la demanda interna, que sigue lastrando las posibilidades de crecimiento de la industria. Aunque los datos más reciente reflejan un menor descenso en tasa interanual del consumo final de los hogares y la inversión que los primeros trimestres del año, sus perspectivas de evolución no son halagüeñas. La política de austeridad que exige la consolidación fiscal, las condiciones del mercado de trabajo, altas tasas de desempleo y moderación salarial, el todavía elevado endeudamiento de las familias, la incertidumbre económica y, muy especialmente, las dificultades de acceso al crédito limitan su expansión.

En estas condiciones, el impulso a la actividad industrial ha de basarse en la demanda externa. La solidez de las exportaciones, reforzada por la mejora competitiva derivada de los ajustes en el mercado de trabajo permite confiar en que su empuje se mantenga pero aún persisten elementos que restringen la competitividad de las empresas industriales y pueden frenar el desarrollo exportador. La limitada capacidad innovadora de las empresas industriales españolas a la que se añade el retroceso en el esfuerzo investigador público, el reducido tamaño empresarial y las ineficiencias en los mercados de servicios son algunas de las lacras que minan la competitividad de las empresas españolas.

El análisis efectuado ha puesto de manifiesto el impulso de las exportaciones sobre el valor añadido industrial y cómo este depende fundamentalmente de la demanda final de las economías más desarrolladas, especialmente de las europeas. Por lo que, en última instancia y hasta que se recupere la demanda interna, la evolución de la producción industrial española dependerá del comportamiento y dinamismo de estas economías.

NOTAS

- (1) Si bien, las previsiones relativas al PIB para el conjunto del año son algo menos negativas (-1,3%) dada la mejoría experimentada en los dos últimos trimestres del año.
- (2) El resto de los componentes del Índice de Producción Industrial (Energía, Bienes intermedios y Bienes de consumo no duradero) siguen una evolución muy similar al índice general.
- (3) En este sentido, Muñoz y Rodríguez (2012) argumentan que la creciente orientación al exterior de las empresas, especialmente en las de menor dimensión, se ha convertido en el único factor que permite explicar el aumento de las ventas totales contrarrestándose con ello la debilidad de los mercados domésticos.
- (4) En Myro (2012) se examina la evolución comparada de la participación española en las exportaciones mundiales de bienes. Dado que las producciones industriales constituyen en torno al 95% de las exportaciones de bienes, sus resultados pueden extrapolarse sin problemas al conjunto del sector industrial.
- (5) Factores que determinan el crecimiento en el margen extensivo de las exportaciones.
- (6) OECD-WTO Trade in Value Added (TiVA).
- (7) El último año para el que existe información disponible es 2009, sin embargo, dado el colapso del comercio que tuvo lugar en dicho año, hemos considerado más conveniente tomar como año de referencia 2008.

BIBLIOGRAFÍA

- Alcalá, F.; Choren, P. y A. Fernández (2012), *Patrones recientes de comercio y especialización internacional*, Fundación BBVA.
- Álvarez, E. y J. Vega (2012), «El patrón exportador de la industria española: dificultades y logros recientes», *Economistas*, núm. 130, febrero.
- Antràs, P. (2011), *El comportamiento de las exportaciones españolas*, Apuntes FEDEA.
- Gordo, E. y P. Tello (2011), «Diversificación, precios y calidad de las exportaciones españolas: una comparación a nivel europeo», *Cuadernos Económicos de ICE*, núm. 82.
- Muñoz, J. A. y D. Rodríguez (2012), «El comportamiento exportador de las empresas industriales y el papel de la calidad», *Economistas*, núm. 130, febrero.
- Myro, R. (2012), «La competitividad exterior de la economía española», *Economistas*, núm. 130, febrero.
- Myro, R. (dir.); Álvarez, E.; Fernández-Otheo, C.M.; Rodríguez, D. y J. Vega (2013), *Fortalezas competitivas y sectores claves en la exportación española*, Instituto de Estudios Económicos.
- Rodríguez, D. (2008): «Heterogeneidad y competitividad exterior de las empresas industriales», *Papeles de Economía*, núm. 116.
- Rodríguez, D. (2012), «La evolución reciente de la industria española», *Economistas*, núm. 131 Extra, marzo.

TURISMO: EL MOTOR DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Ignacio Ducasse Gutiérrez

Subdirector General de Conocimiento y Estudios Turísticos del Instituto de Turismo de España (TURESPAÑA)

Andrés Fernández Alcantud

Profesor de Economía Aplicada, UAH. Economista-estadístico en la Sociedad Estatal para la Gestión de la Innovación y las Tecnologías Turísticas, S.A. (SEGITTUR)

RESUMEN

España es líder en la actividad turística mundial y su sector turístico es estratégico, como motor generador de empleo y equilibrador de la balanza de pagos. Alrededor del 11% del PIB y del 12% del empleo es directamente generado por el turismo. Además, al ser un sector transversal tiene efectos de arrastre positivos sobre el resto de los sectores económicos.

El año 2013 turísticamente puede calificarse como un excelente ejercicio en lo que respecta a la demanda de los no residentes, con cifras que baten récord en las series históricas de llegadas internacionales y de gasto total realizado por el turismo receptor. Además, con repercusión positiva en la economía real: creación de empleo y Balanza de Pagos.

El turismo nacional ha vivido un año de luces y sombras, pues comenzó con descensos y se fue recuperando desde el mes de agosto.

PALABRAS CLAVE

Turismo, Demanda y oferta turística, Turistas, Gasto, Turismo receptor, Turismo nacional.

1. Introducción: situación y rasgos característicos

En contra de las expectativas económicas para 2013, el turismo en España ha evolucionado de forma muy positiva, reflejando así su papel primordial en la economía como motor o eje tractor y generador de empleos e ingresos, siendo el primero en contribuir a la recuperación.

España es un país líder en la actividad turística mundial. Cuenta con un importante sector turístico, estratégico como motor económico, generador de empleo y reequilibrador de la balanza de pagos. Alrededor del 11% del PIB y del 12% del empleo es directamente generado por el turismo. Además, al ser un sector transversal tiene efectos de arrastre positivos sobre el resto de los sectores económicos.

El año 2013 ha sido, para España, extraordinario en turismo. Desde el punto de vista del *turismo internacional*,

se han alcanzado máximos históricos, tanto en número de turistas no residentes, 60,7 millones de turistas recibidos, como en el gasto total que estos realizaron, más de 59.000 millones de euros. Por otra parte, el *turismo nacional* vive una fase de incipiente recuperación, ha tenido luces y sombras, ya que comenzó el año en negativo para pasar a recuperarse desde el mes de agosto.

En el contexto turístico internacional, España en el año 2013 ha crecido un 5,6% lo que supera la media mundial que, de acuerdo con la Organización Mundial de Turismo (OMT), se situó en un 5%. Además en 2013, superamos a China como destino turístico mundial, volviendo a la tercera posición en llegadas internacionales y manteniendo la segunda posición del mundo en ingresos.

Para centrar la importancia, ya señalada, del sector turístico español, es destacable que los ingresos por turismo en Balanza de Pagos, que ascienden a más

de 43.000 millones de euros anualmente, superan por ejemplo los 40.000 millones del rescate bancario a España, los más de 26.000 millones de déficit de tarifa eléctrica acumulado a cierre de 2013 o los 36.000 millones de factura petrolera anual.

El superávit turístico de Balanza de Pagos financia con creces el déficit comercial español, en 2013, con el dato enero-noviembre, último disponible, dicho saldo positivo (31.585 millones de euros) sirve para financiar el 329% del déficit comercial (-9.598,8 millones de euros).

En el turismo internacional, la positiva evolución ha sido motivada por la fortaleza de los principales mercados emisores de turistas hacia España y el gran dinamismo de los emergentes.

En relación al turismo realizado por los residentes en España, en senda negativa desde septiembre de 2011, en 2013 se ha recuperado, presentando tasas de variación positivas desde agosto, que evidencian un cambio de tendencia, aunque el año cierre en negativo debido al mayor peso de los descensos en los siete primeros meses.

Es decir, en 2013 se ha intensificado el avance del turismo receptor y ha comenzado una suave recuperación del turismo nacional.

En lo que respecta a la creación de empleo, el año se ha cerrado con un valor medio de 1.936.225 afiliados en alta laboral a la Seguridad Social, en el conjunto de las actividades turísticas que integran el sector. En total, 1.683 afiliados más que hace un año. En este sentido, la comparación de la creación de empleo en actividades turísticas en relación al conjunto de la economía española en 2013 afianza la idea de un mayor dinamismo del sector turístico. Así, la tasa de variación interanual del número de trabajadores afiliados en alta laboral a la Seguridad Social del sector turístico fue del 0,1%, valor medio del año, mientras que para la totalidad de la economía era negativo, -3,1%.

Destacable es que en los últimos seis meses del 2013, a excepción de septiembre, se han registrado incrementos interanuales en el sector turístico en la afiliación a la Seguridad Social.

En consonancia, el porcentaje de parados sobre activos en el año 2013, según la Encuesta de Población Activa

(EPA), y tomando el valor medio de los cuatro trimestres, fue del 18,3% en turismo y del 26,4 % en el total de la economía.

2. Demanda turística

2.1. Demanda turística de los no residentes

España registra en 2013, por cuarto año consecutivo, un incremento en el turismo receptor, lo que potencia aún más si cabe el papel de este sector como motor de arrastre, en una fase de recuperación económica.

El turismo en los últimos 65 años ha estado muy presente en la economía y sociedad española, pasando de 700.000 visitantes internacionales en 1950 a 100,3 millones en 2012, de estos algo más del 60% son turistas, es decir, pernoctan en España.

En el último ejercicio turístico se han superado la barrera de los 60 millones de turistas no residentes, en concreto 60,7 millones, dato histórico al ser el máximo de la serie estadística de la encuesta Frontur (Movimientos Turísticos en Fronteras) realizada por Turespaña.

En el año 2013 los turistas internacionales llegados a España se han incrementado un 5,6%, en total 3,2 millones más que en el año anterior.

El gasto turístico realizado por los turistas no residentes también ha registrado un máximo histórico al situarse en 59.082 millones de euros, un 9,6% superior en tasa interanual, es decir, 5.151 millones de euros más, en términos absolutos.

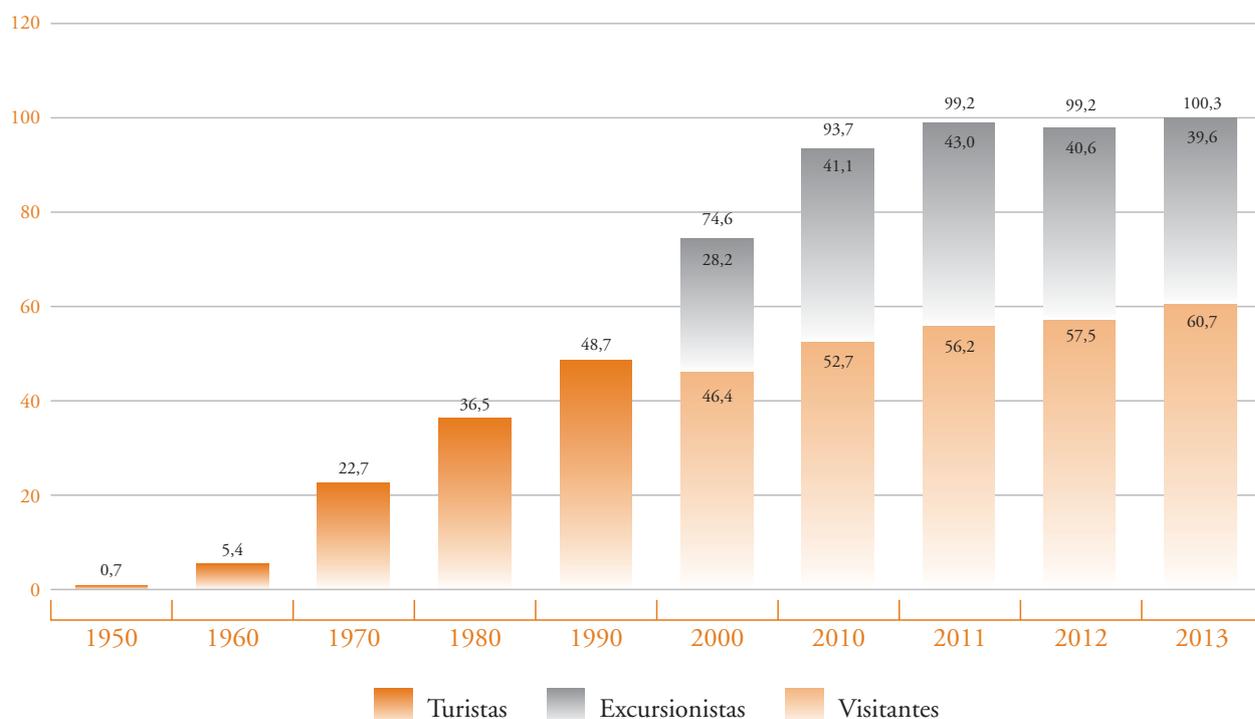
Además es destacable que los turistas que vienen se gastan más, pues crece su gasto más que el incremento de las llegadas. La mayor subida del gasto total, respecto al incremento del flujo turístico, provoca un aumento del gasto medio por turista (+3,7%), situándose en 975,7 euros. El gasto medio diario fue de 108,9 euros, en este caso un 3,3% superior al 2012.

Los factores o causas principales que explican el buen comportamiento del turismo receptor en España son la fortaleza y crecimiento de sus principales mercados emisores: Reino Unido, Alemania y Francia. Además

Gráfico 1

Evolución del turismo receptor en España. Años 1950-2013

Datos en millones



Fuente: Elaboración propia a partir de policía hasta 1996 y desde 1997 Frontur (Turespaña).

debe destacarse el notable ascenso de otros mercados maduros como Suecia, Noruega, Finlandia, Dinamarca y Bélgica, unido al gran dinamismo de mercados emergentes como Rusia, China, Corea, algunos países latinoamericanos, etcétera.

Desde algunos ámbitos se han atribuido estos excelentes resultados a los problemas de competidores para España, como los países del norte de África, en concreto Egipto, pero este argumento es muy simplista. En relación a esto y según datos de la Organización Mundial de Turismo (OMT), la zona del norte de África ha captado trece millones de llegadas internacionales más en 2013, en total un 6% de incremento. El auge de la demanda turística también se ha dado en el sur de Europa, que ha acogido a diez millones más de turistas ese mismo año.

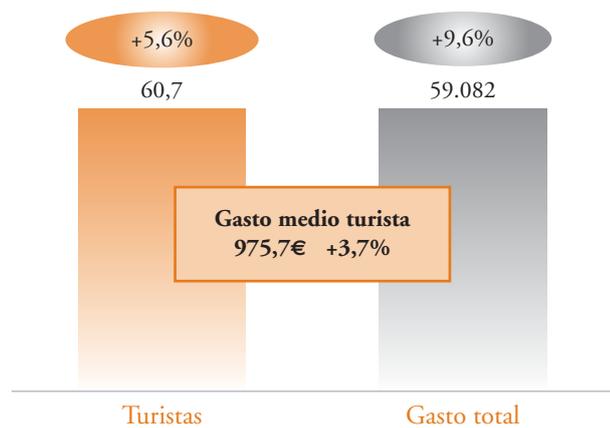
Es decir, esta zona no ha perdido turistas sino todo lo contrario, y en el caso específico de Egipto el posible trasvase no ha sido tan determinante para España.

En 2013, para Egipto se estima que en términos absolutos perderá alrededor de 1,8 millones de turistas, cerrando el año con una cifra en torno a los 9,4 millones, cuando en 2012 fue de 11,2 millones. Las previsiones para España eran de un trasvase de 80.000 turistas al mes por este motivo, es decir en total 400.000 entre los meses de agosto a diciembre. Por tanto, este hecho no explica en su totalidad el incremento de 3,2 millones de turistas internacionales en 2013, que ha hecho alcanzar en España los 60.661.073 turistas.

Los buenos resultados de España son más bien fruto del saber hacer empresarial, que ya se ha venido observando en los resultados desde los últimos años, de los esfuerzos por parte de la Administración en la diversificación de mercados de origen, además de los esfuerzos en una mayor conectividad aérea y en la eliminación de trabas de entrada y agilización en la concesión de visados.

Gráfico 2**Turismo receptor: turistas internacionales y gasto total asociado. Año 2013**

Datos absolutos (millones) y variación interanual



Fuente: Elaboración propia a partir de Frontur y Egatur (Turespaña).

España cuenta con importantes activos turísticos tangibles e intangibles que favorecen su competitividad turística: dispone de cerca de dos millones de plazas hoteleras, excelentes infraestructuras (autovías, aeropuertos, etc.), un clima ideal, 8.000 kilómetros de costa, un rico patrimonio cultural y artístico, gastronomía de calidad..., además son claves los intangibles como la seguridad ciudadana, el *Know How* de sus empresas, etcétera.

A continuación, analizamos los principales mercados de origen para España:

Reino Unido es el principal origen de turistas internacionales hacia España, con un total de 14,3 millones de turistas, en 2013 ha crecido en tasa interanual un 5,2%, en total 703.000 turistas más, con un gasto de 12.000 millones de euros, un 7,8% más que en el año anterior.

La mejor coyuntura económica británica en 2013, con un despegue interanual del PIB del +0,8% en el tercer trimestre de 2013 y un menor nivel de desempleo (7,7% tasa de paro en septiembre 2013), ha favorecido el incremento del turismo británico hacia nuestro país. Una vez recuperada la demanda de este mercado, la amplia red de conexiones aéreas entre

España y Reino Unido ha facilitado los flujos turísticos británicos a España.

Alemania ocupa la segunda posición como mercado de origen de turistas para España, con un total de 9,9 millones, con un incremento interanual del 5,8%, en total 536.000 turistas más que hace un año. Los turistas alemanes gastaron 9.722 millones de euros, un 7,9% más que hace un año. Baleares es su destino principal, seguido de Cataluña y Andalucía.

En tercer lugar está Francia, que en 2013 refleja un notable crecimiento tanto en turistas (+6,9%), 612.000 turistas más, llegando a un total de 9,5 millones, como en gasto realizado, con 5.926 millones de euros, y una subida interanual más que sobresaliente (+17,9%). Cataluña es desde siempre su destino principal, y este año se ha beneficiado especialmente del auge de este mercado.

Después de estos tres mercados se situaron los países nórdicos (Suecia, Noruega, Finlandia y Dinamarca) con un gran aumento tanto en turistas (+16,9%) como en gasto (+19,4%). Es especialmente notable el incremento de turistas noruegos (+21,4%) debido en gran parte al incremento de vuelos de la aerolínea de bajos coste Norwegian hacia nuestro destino, transportando en 2013 un 46,3% más de pasajeros hacia España que en el año anterior. La compañía cuenta con bases de operaciones en Málaga, Alicante, Gran Canaria y Tenerife Sur, y se expansionará más en 2014 con nuevas bases en Madrid-Barajas y Barcelona.

Como contrapunto, Italia y Portugal, lastrados por la crisis ofrecen los peores resultados, aunque Italia refleja síntomas de recuperación desde finales de año.

Entre el resto de mercados destacan: Rusia por su gran dinamismo y consolidado crecimiento, Bélgica también por su notable incremento, sobre todo del gasto, Suiza por la fortaleza en su positiva evolución e Irlanda por su ya confirmada recuperación. Entre los destinos lejanos emergentes, reseñar a China, por contar con un gran potencial como mercado, y a Perú y Colombia, por ser países en expansión económica con importantes vínculos culturales e históricos con España y cada vez con mayores flujos turísticos emisores.

Cuadro 1**Indicadores del turismo receptor por mercados de origen. Año 2013**

Origen	Número de turistas		Gasto total	
	Valor (millones)	Variación interanual (%)	Valor (millones €)	Variación interanual (%)
Reino Unido	14,3	5,2	12.021	7,8
Alemania	9,9	5,8	9.722	7,9
Francia	9,5	6,9	5.926	17,9
Países nórdicos	4,9	16,9	5.725	19,4
Italia	3,3	-8,1	2.426	-7,9
Países Bajos	2,6	2,2	2.350	4,2
Bélgica	1,9	10,1	1.743	20,2
Portugal	1,7	-8,5	759	-2,8
Rusia	1,6	31,6	2.399	28,9
Suiza	1,5	3,0	1.556	7,0
Irlanda	1,3	6,8	1.154	8,6
EE.UU.	1,2	-3,6	2.451	-3,6
Resto del mundo	7,1	5,8	10.209	7,4
Total turistas no residentes	60,7	5,6	59.082	9,6

Fuente: Elaboración propia a partir de Frontur y Egatur (Turespaña).

El excelente comportamiento de la demanda de los no residentes se manifiesta también en las cifras de las pernoctaciones hoteleras de los turistas extranjeros, ofrecidas por la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH) del Instituto Nacional de Estadística (INE), que en 2013 mostraba un incremento interanual del 3,9%, ascendiendo a 185,6 millones.

2.2. Demanda turística nacional

Los indicadores estadísticos del turismo realizado por los residentes en España muestran un cambio de tendencia desde el mes de agosto, se atisba así la recuperación de la demanda nacional, después de la caída en 2012 y continuada en la mayor parte del año 2013.

En relación al turismo de los residentes la crisis afecta en mayor intensidad al gasto turístico que al volumen de viajes realizados, prueba de ello es que en el año 2013 el dato de avance prevé que los viajes se reduzcan en un -2,3%, mientras que los gastos asociados a dichos viajes se reducirán en un -3,5%.

La encuesta Movimientos Turísticos de los Españoles (Familiar), en sus datos de avance del cierre de 2013 indica un total de 155 millones de viajes efectuados por los residentes.

En el turismo nacional, al analizar los destinos, se observa para 2013 que los viajes dentro de España caen en menor medida (-1,9%) que los viajes al extranjero (-6,9%). La recuperación se da desde

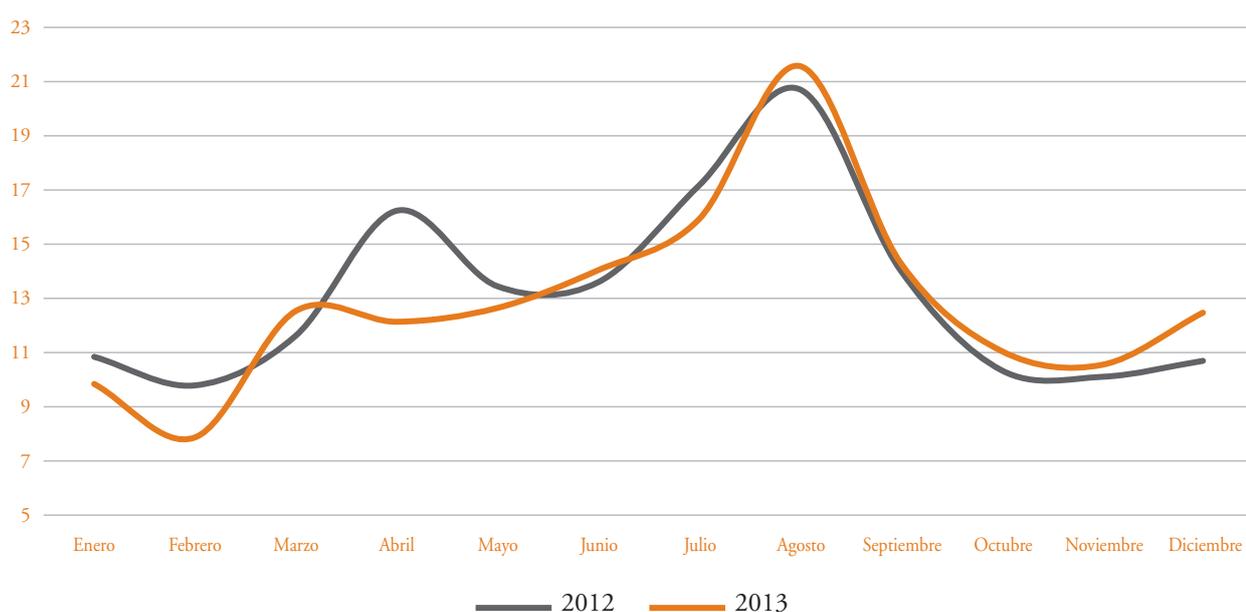
Cuadro 2**Indicadores del turismo receptor por principales comunidades autónomas de destino. Año 2013**

Origen	Número de turistas		Gasto total	
	Valor (millones)	Variación interanual (%)	Valor (millones €)	Variación interanual (%)
Andalucía	7,9	4,7	8.390	8,3
Baleares	11,1	7,2	10.683	8,4
Canarias	10,6	4,9	11.684	11,6
Cataluña	15,6	8,0	14.022	13,4
Comunidad Valenciana	6,0	11,4	5.203	13,0
Comunidad de Madrid	4,2	-5,3	4.981	1,8
Resto CC.AA.	5,3	1,6	4.120	3,1
Total España	60,7	5,6	59.082	9,6

Fuente: Elaboración propia a partir de Frontur y Egatur (Turespaña).

Gráfico 3**Turismo nacional: viajes realizados por los residentes por meses. Años 2012-2013**

Datos absolutos (millones)



Fuente: Familitur (Turespaña).

agosto en los viajes dentro de España y en su gasto asociado, pero no en los viajes al extranjero que, aunque descienden con menor intensidad, todavía no evolucionaron de forma positiva hasta octubre los viajes y hasta noviembre su gasto. El destino interno supone de forma estructural más del 92% del turismo nacional, teniendo el destino emisor un menor peso, en torno al 8%.

Los indicadores hoteleros, EOH, también reflejan este cambio de tendencia, desde agosto se dan tasas positivas en las pernoctaciones hoteleras realizadas por los españoles, con excepción de septiembre, hasta finales de año, con un notable incremento en noviembre (+12,6%), confirmado en diciembre (+6,4%).

El Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) realizado por el Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS) manifiesta también la mejora de la situación socioeconómica española, al pasar del 44,3 en diciembre de 2012 al 71,0 en el mismo mes de 2013, último dato difundido.

El clima de mayor confianza en la recuperación económica y las positivas expectativas ante el futuro motiva una reducción de la incertidumbre de los consumidores y una mayor propensión a consumir y, consecuentemente, también a realizar viajes.

2.3. Oferta turística

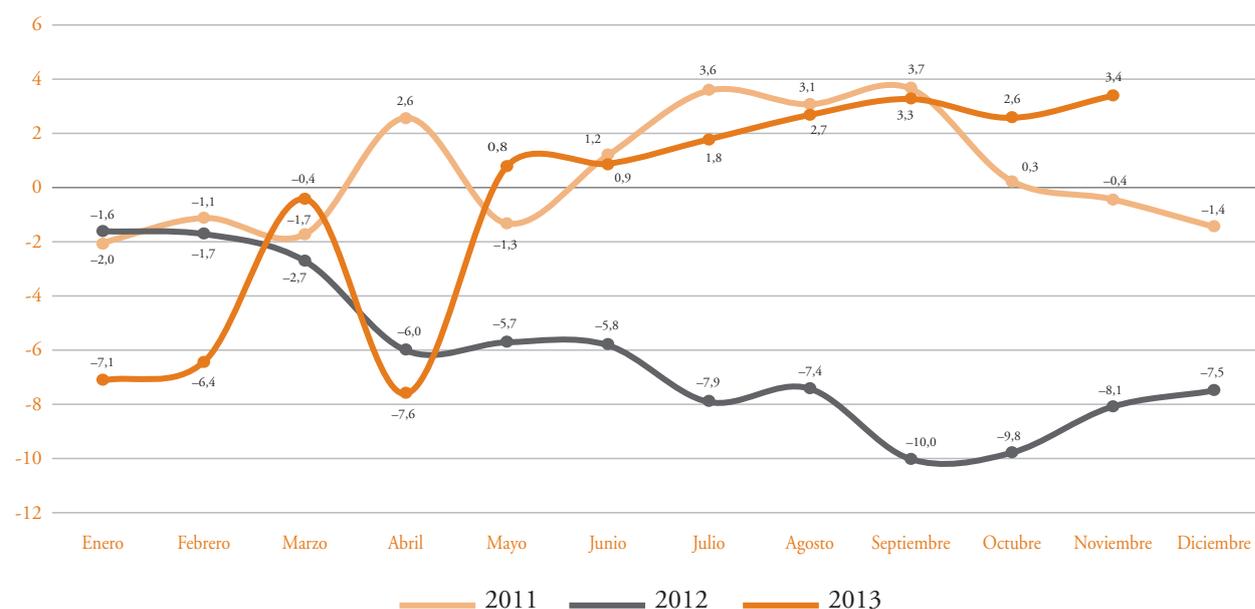
Desde la perspectiva de la oferta es un sector caracterizado por una estructura empresarial de pequeñas y medianas empresas, siendo en algunos casos microempresas, cuenta con más de 450.000 (Directorio Central de Empresas del INE), estando el 62% en las ramas de hostelería, el 18% en transporte de viajeros, el 17,5% en otras actividades turísticas (recreativas, de entretenimiento, museos, alquiler de vehículos, etc.) y el 2,5% restante en agencias de viajes.

España, como ya se argumentaba anteriormente, cuenta con una importante oferta turística directa y complementaria: hotelera, redes de transportes, playas, infraestructuras de autovías, ferrocarril, aeropuertos, etcétera.

Gráfico 4

Evolución de la facturación en hostelería, medida a través del Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS)

Tasas de variación interanual 2011-2013



Fuente: Elaboración propia a partir de INE.

Gráfico 5**Evolución de los indicadores de rentabilidad hotelera (ADR y RevPAR)**

Tasas de variación interanual 2011-2013



Fuente: Elaboración propia a partir de INE. Los descensos de abril 2013 son debidos al efecto Semana Santa.

España es el tercer país del mundo que cuenta con más bienes declarados Patrimonio de la Humanidad por la UNESCO (44 bienes, el último las Minas de Almadén en Ciudad Real, por detrás de Italia (49) y China (45) y por delante de Alemania y Francia, ambos con 38.

La oferta turística española muestra también síntomas de recuperación, al analizar el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS), en su rúbrica facturación de la rama *Hostelería*, se observa desde el mes de mayo de 2013 una evolución positiva, después de estar en negativo desde octubre del año 2011.

El IPC en su rúbrica de turismo como valor medio anual en 2013, ha crecido de forma muy moderada, en total un 0,8%, mientras que la media anual del IPC general ascendió al 1,4%. Es decir, hay moderación de precios, y en lo que respecta al turismo aún más, esto puede ser

debido en parte a la reducción de costes en el sector turístico (ajustes en márgenes de beneficios y salarios).

La excelente evolución de la demanda hotelera, se traduce en una mejora en la rentabilidad del sector hotelero. El indicador RevPAR (Revenue per Available Room o facturación hotelera por habitación disponible), presenta tasas de variación positivas desde febrero de 2013, con un mínimo anual en enero (27,5€) y un máximo en agosto (62,1€). Además, este dato se complementa con el del ADR (Average Daily Rate o tarifa media diaria), en evolución positiva de forma continuada desde abril 2012 y con máximo en agosto de 2013 (85,6€).

3. Reflexión

España, potencia turística mundial de primer nivel, está sabiendo aprovechar el aumento de los flujos turísticos internacionales. En el mundo se superaron los 1.000

millones de turistas internacionales en 2012 (1.035 millones), en 2013 los datos de avance de la Organización Mundial de Turismo (OMT) son de 1.087 millones (+5%), y las proyecciones vaticinan los 1.400 millones en 2020 y los 1.800 millones en 2030, la media mundial de crecimiento será del 3,3%. España cuenta con una suficiente capacidad instalada para poder absorber los incrementos futuros de la demanda turística internacional y seguir liderando el turismo mundial.

Los extraordinarios resultados son motivados por el crecimiento y solidez de los principales mercados como el británico, alemán, francés, nórdicos, y el gran impulso de los mercados emergentes, especialmente Rusia. Se produce la revitalización del turismo más tradicional (sol y playa), por lo que este incremento de turistas y gasto no se ha distribuido de forma homogénea, favoreciendo a las comunidades autónomas que han desarrollado más intensivamente este producto: Andalucía, Cataluña, Canarias, Baleares y la Comunidad Valenciana.

En relación al posible trasvase de turistas de Egipto a España, este no es el único factor que explica los excelentes resultados, aunque sí es cierto que Canarias ha sido el destino nacional más beneficiado, en noviembre y diciembre sobre todo.

La fidelización ha sido y es un factor clave en los buenos resultados, es decir, es un seguro a largo plazo de la buena salud del sector turístico español.

El sector turístico español ha demostrado su gran fortaleza, reflejada en su adaptabilidad a entornos hostiles, en una mayor resistencia frente a la crisis y en la más pronta recuperación en comparación con otros sectores económicos. En ese sentido, el gran reto hacia el futuro será consolidar y conservar los mercados tradicionales para España y saber aprovechar el dinamismo de los mercados emergentes como Rusia, China, Colombia, etcétera.

Se debe seguir diversificando mercados y fomentando la innovación y la diferenciación del sector turístico español frente a nuestros competidores.

Aspectos menos positivos serían la concentración de los buenos resultados en un ámbito temporal y geográfico, en los destinos con mayor participación del turismo internacional. Los destinos más dependientes del turismo nacional no se han beneficiado en la misma medida, aunque, tras la incipiente mejoría del turismo de los residentes, las expectativas para 2014 son positivas por esos signos de recuperación.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2013), *Boletín Económico*, diciembre 2013, Madrid.
- Turespaña (varios años), [en línea], Madrid: <http://www.iet.tourspain.es>
- Instituto Nacional de Estadística (varios años), [en línea], Madrid: <http://www.ine.es>.
- Organización Mundial de Turismo (varios años), [en línea], Madrid: <http://www.wto.org>

LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURAS DEL SECTOR TRANSPORTE

Fernando Barreiro Pereira

Facultad de Económicas, UNED

RESUMEN

Según qué modos de transporte, España tiene cierto déficit en infraestructuras por habitante y superficie respecto al promedio de los países de la Unión Europea. Las recomendaciones de la Comisión Europea a este respecto instan a la Administración española a fomentar un trasvase modal desde modos poco sostenibles y con superávit relativo de infraestructuras hacia modos de transporte más sostenibles y con escasez relativa de infraestructuras. Fundamentalmente, es el caso del trasvase de pasajeros y mercancías desde el modo carretera al modo ferroviario. Las inversiones públicas en infraestructuras, contenidas en los sucesivos Presupuestos Generales del Estado, reflejan esta intención de cambio modal. Sin embargo, los efectos de la recesión económica, que en España se concretan básicamente en una severa elevación de la tasa de paro y en el desbordamiento de la deuda pública, hacen que a partir de 2010 los Presupuestos reflejen año a año fuertes restricciones en el gasto, con la consiguiente caída en la inversión pública en infraestructuras, incluidas las ferroviarias, que aun así siguen llevándose la mayor parte de la inversión en detrimento de otros modos que, aunque menos sostenibles, generan más empleo y contribuyen más al PIB.

PALABRAS CLAVE

Infraestructuras de transporte, Gasto público, Proyectos prioritarios de UE-28, Red Trans-Europea de Transporte, Corredores ferroviarios de mercancías, Autopistas del mar, Red de carreteras de alta capacidad, Traspase modal.

1. Introducción

El sistema de transportes es el soporte que hace que sea viable el flujo circular de renta, porque el conjunto de la actividad económica no se lleva a cabo en un mismo y único lugar. Un mal sistema de transporte no solo ralentiza el flujo de mercancías entre agentes económicos, sino que incide negativamente en los propios agentes económicos disminuyendo la utilidad y los beneficios. La localización y la producción están condicionadas por los costes de transporte, y los consumidores-trabajadores no dividen su tiempo únicamente entre trabajar y no trabajar, sino entre trabajar, no trabajar y el tiempo dedicado al transporte. Un aumento de este tiempo dedicado al transporte merma el tiempo dedicado al trabajo o al ocio, con la consiguiente caída en la productividad. Los soportes del propio sistema de transporte de personas y mercancías son las infraestructuras de transporte, y la inexistencia, mal diseño o mal estado de las mismas puede conllevar pérdidas de tiempo y de productividad, aumentos en

los costes o fenómenos como la congestión. A este respecto se ha estimado para la Unión Europea (UE) que las pérdidas anuales ocasionadas por congestión en las infraestructuras de transporte son del orden del 2% del PIB. Si tenemos en cuenta la ley de Okun, se podría decir que a corto plazo una caída precisamente del orden del 2% en el PIB supone un aumento del 1% en la tasa de desempleo. De forma, que la ordenación del territorio y el diseño y mantenimiento de las infraestructuras de transporte pueden tener efectos reales ya a corto plazo. Las infraestructuras consideradas en un modelo de crecimiento, ya como externalidades en el coeficiente de progreso técnico o como capital público, contribuyen al proceso de crecimiento económico a largo plazo. Sin infraestructuras, el transporte no se puede realizar, pero el consumidor español dedica el 12% de su renta disponible a gasto en transporte. De hecho, la contribución del transporte con sus infraestructuras al PIB, en términos de valor añadido bruto, es del 5% en la UE-27 y del 5,1% en España, repartida esta

Cuadro 1**Reparto modal de pasajeros (Pas-km) y mercancías (Tn-km), 2011**

Datos en porcentaje

	UE-27		EE.UU.		Japón		China		España	
	Pas	Merc	Pas	Merc	Pas	Merc	Pas	Merc	Pas	Merc
Carretera	83,0	45,0	87,0	34,0	64,0	62,0	54,0	32,0	89,0	84,0
Ferrocarril	7,0	11,0	0,9	40,0	30,0	4,0	30,0	19,0	4,0	3,0
Navegación marítima	1,0	37,0	0,1	5,0	0,3	34,0	0,3	32,0	1,0	11,0
Navegación interior	—	4,0	—	7,0	—	—	1,0	16,0	—	—
Transporte aéreo	9,0	—	12,0	—	5,7	—	14,7	—	6,0	—
Transporte tubería	—	3,0	—	14,0	—	—	—	1,0	—	2,0

Fuente: Comisión Europea 2013, Transporte de la Unión Europea en cifras.

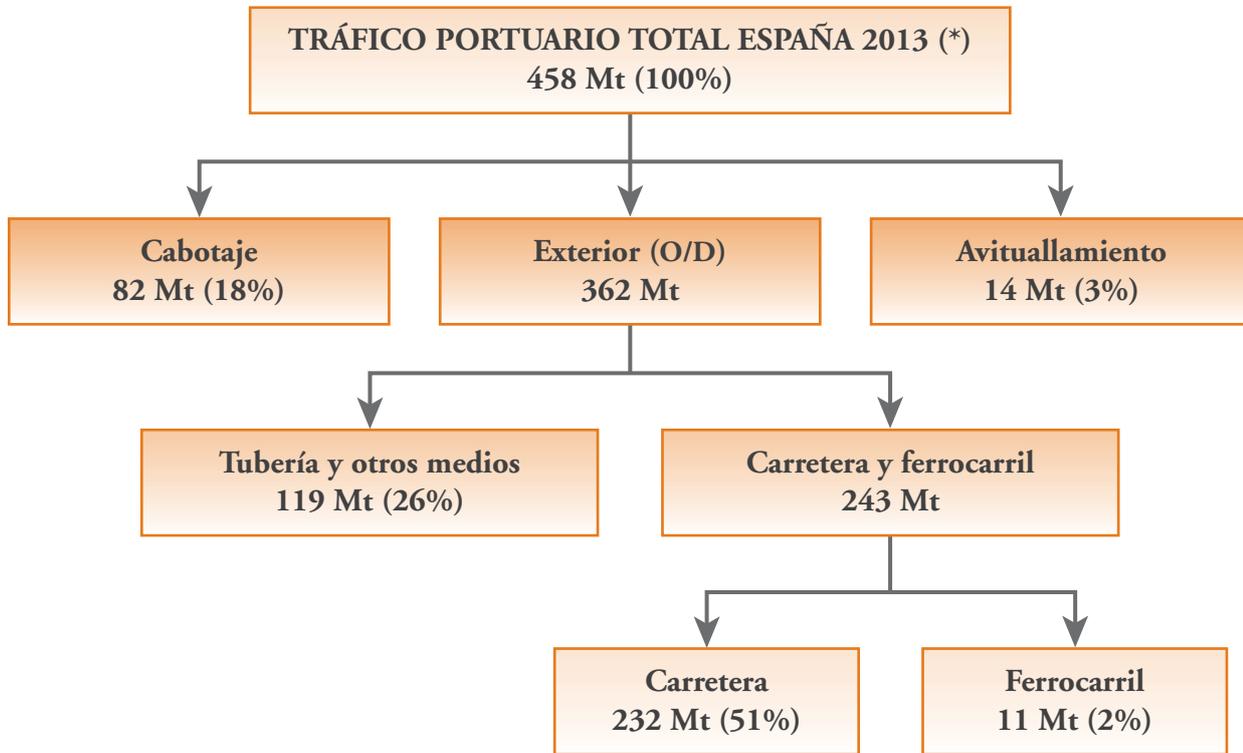
contribución de la siguiente forma, según INE (2013) y la Comisión Europea (2013), referida a 2011: Transporte por carretera 2,68%, ferrocarril 0,07%, navegación 0,13%, transporte aéreo 0,4% y actividades anexas al transporte 1,82%. En cuanto al reparto modal en 2011 (ver cuadro 1), en términos de pasajeros-km transportados referido al transporte de viajeros en la UE-27, tenemos: Carretera 83% (España 89%), ferrocarril 7% (España 4%), navegación marítima 1% (España 1%) y transporte aéreo doméstico 9% (España 6%). Con respecto al transporte de mercancías en términos de tn-km transportadas en la UE, tenemos: Carretera 45% (España 84%), ferrocarril 11% (España 3%), navegación fluvial 4% (España 0%), transporte por tubería 3% (España 2%) y navegación marítima 37% (España 11%); el transporte aéreo de mercancías no es significativo.

En 2012 el transporte de mercancías en España fue del orden de 1.787 millones de toneladas netas (Mt), transportadas interior e internacionalmente, siendo el reparto modal el siguiente: Carretera 73%, ferrocarril 1,1%, navegación marítima 23%, tubería 2,7% y transporte aéreo 0,03%; pero en cuanto al transporte internacional de mercancías con origen-destino España (fundamentalmente hacia y desde la UE), el reparto modal es diferente: Navegación marítima 79%, ferrocarril 1% y carretera 20%. Del tráfico portuario total en España,

458 millones de toneladas (Mt) en 2013, el 67% (305 Mt) terminaron siendo transportadas por carretera y solo el 2% (11 Mt) por ferrocarril (ver gráfico 1). En total el ferrocarril transportó 21 Mt en 2012, de las que 3 Mt fueron transporte internacional. A la vista de todos estos datos parece claro que España tiene respecto a la Unión Europea un exceso de tráfico por carretera, sobre todo en el transporte de mercancías, y un déficit de tráfico en el resto de modos de transporte, en especial en transporte de mercancías por ferrocarril.

La realización del transporte implica consumo de energía. Este consumo energético en la UE-27 es el 33% del total, mientras que en España es el 42%, debido en parte al transporte por carretera. En la UE-27, el consumo por modos de transporte es el siguiente: Carretera 81,7% (en España 80%), ferrocarril 2% (España 2,2%), transporte aéreo 13,9% (España 16%) y transporte por tubería 0,8% (España 0,3%).

El consumo de energía deja residuos que pueden contaminar el medioambiente, y todos los modos de transporte contaminan emitiendo gases de efecto invernadero, en cuya composición el CO₂ contribuye con más del 76%. A este respecto, las emisiones totales de CO₂ en la UE-27 por causa del transporte son el 28,8% del total de emisiones (en España son el 40,1% del total de emisiones). Por modos de transporte, en la UE-27

Gráfico 1**Distribución del tráfico portuario de mercancías en España 2013**

(*) Estimación.

Fuente: Ministerio de Fomento (2013): Anuario Estadístico 2012 y elaboración propia.

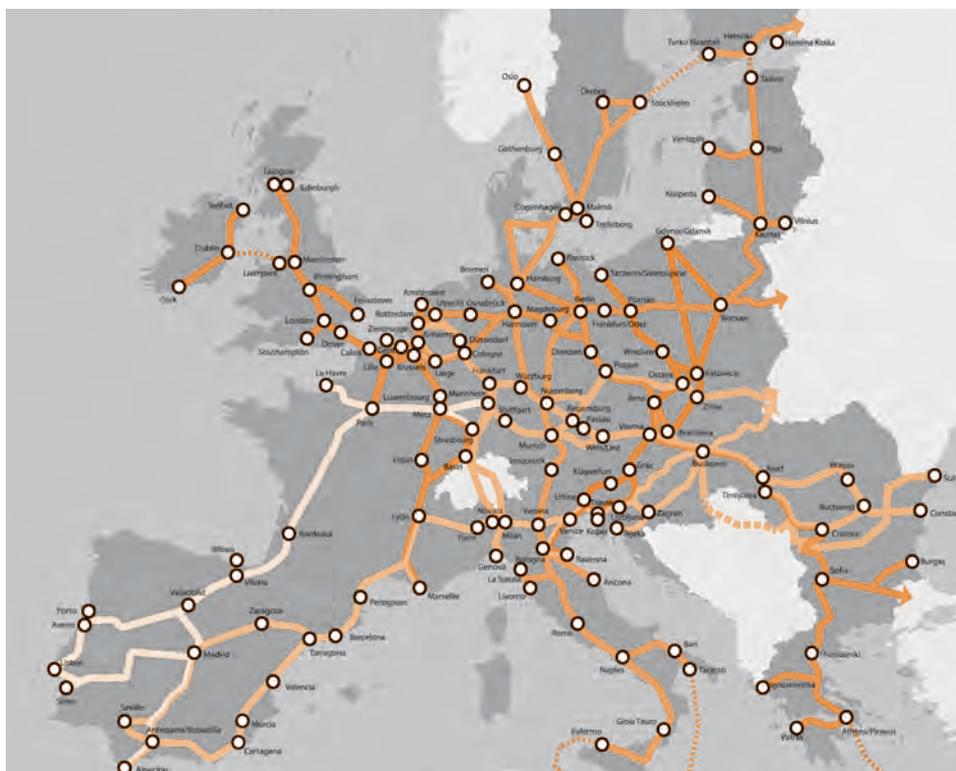
el transporte aéreo emite el 12,4% (España 12,7%), el transporte por carretera el 72,1% (España 63,7%), el ferrocarril 0,6% (España 0,2%), y en cuanto a la navegación el 14,1% (en España el 23,2%). Parece también claro que el modo de transporte que podría garantizar un crecimiento más sostenible sería el ferrocarril, y el que menos, por el momento, el transporte por carretera. Sin embargo, una cuestión relevante a tener en cuenta es el empleo directo que genera el transporte. En España 921.000 empleos directos son generados por el sector transporte (5,5% de la población ocupada en España), y su distribución según los modos de transporte es la siguiente: Carretera 58% (46% en la UE-27), ferrocarril 2,5% (6,5% en UE-27), navegación marítima 1% (en la UE-27 es un 2%), transporte aéreo 3,5% (4% en la UE-27) y otras actividades anexas al transporte, como servicios de correos y almacenaje, 35% (41% en la UE-27). Por lo tanto en España, con respecto al empleo, el transporte por carretera em-

plea al 3,2% de la población total ocupada, mientras que el ferrocarril emplea al 0,15%, la navegación al 0,05%, el transporte aéreo al 0,2% y otras actividades anexas al transporte 1,9%. Son datos a tener en cuenta en un país con una tasa de paro actualmente en torno al 26%.

En las recomendaciones del Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT 2005-2020) así como en los cuatro Libros Blancos del Transporte de la UE, el de 1992 donde se concibe la Red Trans-Europea de Transportes (RTE-T)/Trans European Network of Transport (TEN-T) y en los de 1993, 2001 y 2011, se muestra una clara preferencia por impulsar las inversiones en infraestructuras ferroviarias y de navegación, sobre todo interior, pero también marítima en relación con el concepto de autopistas del mar, y fomentar el control y la calidad del transporte aéreo y por carretera. La recomendación comunitaria se apoya en el marco de la Estrategia de Lisboa y apuesta por el ferrocarril como modo más

Gráfico 2

Proyectos prioritarios de corredores ferroviarios de mercancías en la UE-28



Fuente: Comisión Europea, Jornadas sobre la Red Trans Europea de Transportes (RTE-T), Tallinn 2013.

sostenible para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero asociadas al sector del transporte. Dos de los nueve corredores ferroviarios incluidos como red básica en la lista de proyectos de prioritarios de la RTE-T (ver gráfico 2), los corredores Mediterráneo y Atlántico, afectan a España.

Estos dos corredores ferroviarios también forman parte de la Red Básica de Mercancías definida en el Plan Estratégico para el impulso del transporte ferroviario de mercancías en España (PEITFM). Como se observa en el gráfico 2, la RTE-T se basa en dos corredores ferroviarios de mercancías norte-sur, tres corredores este-oeste y cuatro diagonales, y pretende que para 2030 estén conectados por ferrocarril y carretera 38 aeropuertos principales con 94 puertos, además de disponer de unos 15.000 km de líneas férreas de alta velocidad. A este respecto, el Parlamento Europeo aprobó en 2013 para el periodo 2014-2020 inversiones por

21.000 millones de euros (M€) destinados a los nueve corredores que integran la red básica de la RTE-T. Subsiguientemente, el Plan español de Infraestructuras, Transporte y Vivienda (PITVI 2012-2024) establece como puntos prioritarios de inversión: el fomento del transporte ferroviario de mercancías y la culminación de los grandes ejes ferroviarios de alta velocidad. El resultado de todo esto es que la planificación del Ministerio de Fomento, plasmada en los sucesivos Presupuestos Generales del Estado, se ha polarizado en gran parte hacia la inversión en infraestructuras ferroviarias tratando además de paliar el diferencial existente entre la dotación de éstas en España y el promedio de la UE.

Pero a partir de 2009 se dejan notar en España los efectos de la recesión internacional iniciada en 2007 en Estados Unidos, causada por la diferente velocidad de globalización de los sectores financiero y real, que en España se concreta en la estrangulación del

Cuadro 2**Tráfico de mercancías y calado de los principales puertos españoles y de la Unión Europea en 2013** —

	Tráfico	Calado		Tráfico	Calado		Tráfico	Calado
Rotterdam	370 Mt	24,0 m	Valencia	65 Mt	23,2 m	Bilbao	30 Mt	24,4 m
Amberes	169 Mt	14,5 m	Le Havre	63 Mt	21,6 m	Cartagena	29 Mt	21,6 m
Hamburgo	114 Mt	12,8 m	Génova	43 Mt	24,4 m	Tarragona	28 Mt	26,0 m
Algeciras	90 Mt	24,4 m	Barcelona	42 Mt	18,5 m	Huelva	27 Mt	21,6 m
Marsella/Fos	84 Mt	21,6 m	St. Nazaire	31 Mt	20,1 m	Sines	26 Mt	18,6 m

Nota: Tráfico en puertos extranjeros (2011). Puertos españoles estimación 2013.

Fuente: Comisión Europea y Ministerio de Fomento: Anuario Estadístico 2012.

mercado inmobiliario por exceso de especulación y subsiguiente caída del sector de la construcción arrasando a una parte del sistema bancario, financiador de la inversión inmobiliaria; lo que unido a una mantenida expansión del gasto público en políticas públicas y sociales termina dando lugar a una crisis de deuda pública y privada, paralización de la inversión, descenso en el PIB y elevación de la tasa de desempleo por encima del 26%. Todo lo cual, obliga a una drástica reducción del gasto público, incluida la inversión pública en infraestructuras, que se percibe en los Presupuestos Generales del Estado a partir de 2010. Aun así, España al final de 2013 cuenta con una importante dotación de infraestructuras de transporte: 38 aeropuertos y 10 aeródromos; 46 puertos (agrupados en 28 autoridades portuarias), de los que tres están entre los mayores de la UE (ver cuadro 2); 16.335 km de red de carreteras de alta capacidad con doble calzada (autopistas y autovías, segundo puesto en la UE-28) y 652.578 km de otras carreteras; 15.932 km de líneas férreas, electrificadas en un 60%, de las que 3.100 km son líneas de alta velocidad (primer puesto en la UE-28); 4.743 km de oleoductos y 9.680 km de gasoductos; 41.229 km de líneas de tendido para el transporte de energía eléctrica en alta tensión, y unos 1.000 km de canales y vías navegables interiores.

En la sección 2 de este artículo se observan los efectos de la recesión en la inversión pública en infraestructuras de transporte, relativos a los Presupuestos Generales del Estado 2013 y, finalmente, algunas conclusiones generales se concretan en la sección 3.

2. La inversión en infraestructuras en los Presupuestos Generales del Estado

A partir de 2009 ha habido que replantearse año a año las políticas de gasto porque el total de deuda pública y privada se ha ido elevando hasta ser equivalente en 2013 a tres veces el PIB. Consecuentemente, desde el año 2009 han venido disminuyendo las asignaciones presupuestarias de manera continuada, de forma que, en cuanto a las inversiones reales (infraestructuras), el Grupo Fomento, que es el ente inversor en infraestructura pública más importante, ha pasado de invertir 21.949 M€ en 2009 a solo 8.903 millones para 2013. Desde el año 2001, año en el que estas inversiones reales ascendieron ya en ese entonces a 9.799 millones, la cifra de 2013 es la más baja. El Grupo Fomento lo forman el ministerio y un grupo de empresas relacionadas con el sector público, fundamentalmente el Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF), Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea (AENA), Puertos del Estado y la Sociedad Estatal de Infraestructuras de Transporte Terrestre (SEITTSA). En cuanto a la inversión pública directa del Estado, son los ministerios de Fomento y el de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente los dos organismos públicos inversores por excelencia. El conjunto de inversiones directas de estos dos ministerios, reflejadas en los Presupuestos del Estado de 2013, sufrió una caída del 17% sobre lo invertido en 2012, como resultado de una caída del 20% en las disponibilidades de Fomento y del 3% en las del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. Volviendo al Grupo Fomento, en 2013

sus recursos ascendieron a 18.405 M€, lo que supone una disminución del 8,% respecto a lo presupuestado en el ejercicio 2012, que fue de 20.104 M€, que a su vez se redujo un 9% respecto a 2011. Es decir, la caída total de los recursos del Grupo Fomento ha sido del 17% entre 2011 y 2013. En 2013, la inversión total del grupo fue de 10.161 M€, más 838 M€ destinados a subvenciones al transporte, es decir, el 59% de sus recursos, por tanto, un 8% menos que la inversión realizada en 2012 (11.928 M€). Este montante de inversión de 10.161 M€ es aproximadamente el 1,05% del PIB, lo que implica una reducción del 22% respecto a los 13.300 millones de inversión en 2012, que suponían entonces el 1,35% del PIB. Esta inversión total del grupo se asignó en 2013 de la siguiente forma: Ferrocarriles 47% (4.705 M€), Carreteras 30% (2.963 M€), Aeropuertos 8% (848 M€), Puertos 8% (838 M€) y Vivienda y otros 7% (807 M€) (gráfico 3).

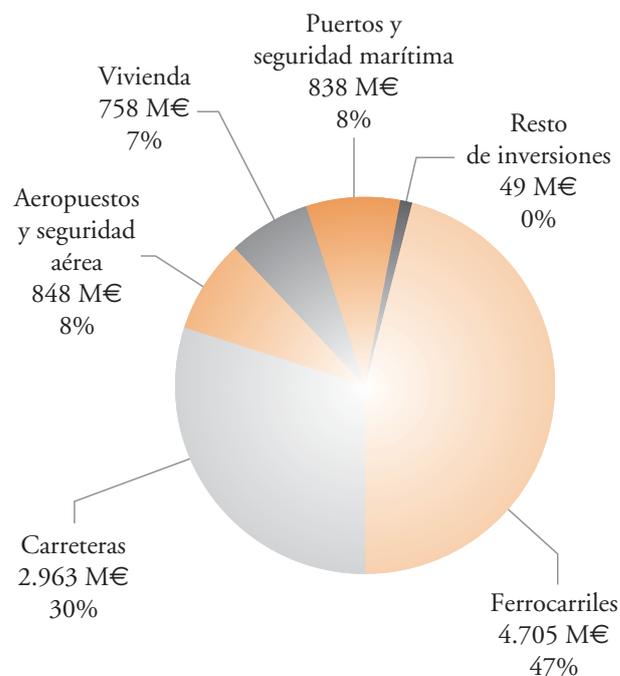
En cuanto a la dotación pública total para la inversión en infraestructuras de transporte correspondiente a 2013, esta ascendió a 9.608 M€, un 16% menos que los 11.387 millones que se destinaron en los Presupuestos Generales del Estado de 2012. Del importe total, 6.252 millones corresponden al sector público empresarial y el resto, 3.356 M€, son inversión directa del Estado (cuadro 3). En ambos casos, la inversión fue inferior a la de 2012 en un 10% y en un 25%, respectivamente, como consecuencia de la actual situación de contención del gasto público que afecta a todas las partidas.

Con respecto al PIB, la inversión pública en infraestructuras en 2013 fue ya del 0,9%, lo que contrasta con el 4% del PIB que se llegó a invertir durante los años de crecimiento.

Sobre las empresas del sector público adscritas al Grupo Fomento, en 2013 SEITTSA aumentó su inversión sobre 2012 en un 30%, hasta los 484 M€. Y en cuanto a las entidades públicas empresariales dependientes de Fomento, ADIF realizó la mayor inversión en infraestructuras ferroviarias (3.372 M€) aunque con una disminución interanual del 18%, seguida de AENA (838 M€, un 17% menos que en 2012) y Puertos del Estado (733 M€, un 5% menos que en 2012). Finalmente, se debe decir que en 2013 la inversión privada en infraestructuras gestionadas por el Grupo Fomento

Gráfico 3

Distribución de la inversión del Grupo Fomento en 2013



Nota: A los 10.161 M€ de inversión hay que añadir los 837,62 M€ correspondientes a subvenciones al transporte.

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

se concretó básicamente en la inversión realizada por concesionarios de autopistas y puertos, que ascendió a 1.779 M€, un 36% más que en 2012. De estos, 1.117 millones corresponden a inversión en puertos y los restantes 662 a autopistas.

En el Presupuesto 2013 (ver cuadro 3) la inversión pública en infraestructuras ferroviarias fue la partida más significativa, con un presupuesto de 3.778 M€, que fueron destinados básicamente a completar la red de alta velocidad, a incrementar la calidad del servicio en Cercanías y a mejorar la red convencional. Sin embargo, es de destacar la drástica reducción de las inversiones directas de ministerio para infraestructura de transporte ferroviario, que con 112 millones cae un 87% sobre lo invertido en 2012, junto también con una caída de un 45% de la asignación a Renfe Operadora (236 millones). Del montante de inversión que en 2013 el Grupo Fomento destinó al ferrocarril (4.705 M€),

Cuadro 3**Inversiones en infraestructuras de transporte en España 2013**

Datos en millones de euros (M€)

Inversión pública en infraestructuras de transporte 2013				Total inversión pública		Inversión privada infraestruct. transporte	Total inversión infraestruct.
Infraestructuras de transporte	Inversión directa del Estado	Inversión empresas del sector público	Total inversión pública	Resto de inversión pública. No infraestruct.	Total inversión pública		Inversión pública + privada
Carreteras	Ministerio de Fomento D. G. Carreteras 2.377	SEITTSA 190	2.567	396	2.963	Concesiones de autopistas 662	3.229
Ferrocarriles	Ministerio de Fomento D. G. Ferrocarriles 112	SEITTSA 294 ADIF 3.372	3.778	927	4.705		3.778
Navegación	Ministerio de Fomento D. G. Marina Mercante 4	Puertos del Estado 733	737	101	838	Concesiones de puertos 1.179	1.916
Transporte aéreo	Ministerio de Fomento D. G. Aviación 10	AENA 838	848		848		848
				Vivienda 758			
				Otras inversiones Fomento 49	807		
				Inversión total Grupo Fomento	10.161		
Infraestructuras de transporte de agua y medioambientales	Ministerio Agricultura y Medioambiente D. G. Agua Transporte agua 139 Medioambiente 192	AcuaES AcuaMed SEIASA 825	1.156				1.156
Otras Infraestructuras Ministerio Agricultura y Medioambiente	484		484				484
Infraestructuras de transporte de energía, gas e hidrocarburos	Ministerio de Industria Energía y Turismo S.E. En. / CNE D.G. Pol. En. 8		8			Red Eléctrica 535 CLH 15 Enagas 674	1.232
Resto inversión S. P.	30		30				30
Total inversión	3.356	6.252	9.608			3.065	12.673
Total inversión infraestruct. de transporte	2.842	6.252	9.094			3.065	12.159

Nota: En la inversión privada en infraestructuras de transporte de energía eléctrica, gas e hidrocarburos, solo se incluyen en el cuadro a las empresas gestoras de las respectivas redes de transporte.

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

Cuadro 4

Principales actuaciones en infraestructuras ferroviarias

Inversiones en la Red de Alta velocidad (3.196 M€)	
<p>Corredor Noroeste de alta velocidad: 1.079 M€</p> <ul style="list-style-type: none"> — Eje Atlántico: 195,68 M€ — Olmedo-Lubián-Ourense-Vigo: 884,79 M€ — Ourense-Lugo-A Coruña (proyectos): 1,16 M€ 	<p>Corredor Norte de alta velocidad: 676 M€</p> <ul style="list-style-type: none"> — Venta de Baños-León-Asturias: 165 M€ — Variante de Pajares: 180 M€ — Valladolid-Venta de Baños-Vitoria: 141 M€ — Y griega vasca: 190 M€
<p>Corredor Mediterráneo: 1.019 M€</p> <ul style="list-style-type: none"> — Adaptación a ancho UIC (tercer carril): 270 M€ (160 en Cataluña y 110 en Comunidad Valenciana) — Alta velocidad: 748 M€ — Tarragona-frontera francesa: 155 M€ — Tarragona: 105 M€ — Levante: 220,5 M€ — Murcia-Almería: 100 M€ — Murcia –Cartagena (estudio): 0,19 M€ — Bobadilla-Granada: 155 M€ — Antequera-Algeciras: 13 M€ 	<p>Otras actuaciones en infraestructuras LAV:</p> <ul style="list-style-type: none"> — Sevilla-Cádiz: 84 M€ — Madrid-Jaén: 5,4 M€ — Madrid-Extremadura alta velocidad: 176 M€ — Madrid-Levante alta velocidad: 60 M€ — Conexión ancho UIC Atocha-Chamartín: 45 M€ — Cuadruplicación Torrejón de Velasco-Atocha: 44 M€ — Zaragoza-Castejón-Miranda de Ebro: 1,35 M€
<p>Principales inversiones en red convencional</p> <ul style="list-style-type: none"> — Renovación Almoraima-Algeciras: 13 M€ — Renovación Bárcena-Santander: 11 M€ — Electrificación Medina-Portugal: 20 M€ — Supresión de pasos a nivel: 20 M€ 	<p>Principales inversiones en el transporte ferroviario de mercancías</p> <ul style="list-style-type: none"> — Nuevo acceso ferroviario al puerto de Barcelona: 60 M€ — Otros accesos a puertos: 1,1 M€

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

la alta velocidad se lleva el 71% del total (3.302 millones de euros), de los cuales 3.196 han sido dedicados a la construcción y mantenimiento de las infraestructuras de alta velocidad (ver cuadro 4).

A este respecto, dos corredores de alta velocidad sobrepasan del resto por la inversión realizada: el corredor Noroeste con 1.079 M€ y el Mediterráneo que concentra otros 1.019 millones. De estos, 270 M€ se destinaron a la construcción del tercer carril para mercancías en Cataluña y Comunidad Valenciana, mientras que los restantes 748 millones fueron para diferentes tramos de la línea de alta velocidad (LAV) entre Tarragona y Algeciras. Además de la inversión destinada al tercer carril, otras partidas referentes al transporte ferroviario de mercancías fueron destinadas al nuevo

acceso ferroviario con ancho de vía UIC (ancho de vía internacional de 1.435 m) al puerto de Barcelona, con 60 M€; la realización de los proyectos de acceso a los puertos de Ferrol y La Coruña (0,3 M€) y otros accesos a puertos, con 0,8 millones.

En cuanto a la inversión en el modo de transporte por carretera, durante 2013 Fomento ha actuado sobre la red gestionada directamente por el Estado (26.038 km) con una inversión pública en infraestructuras que alcanza los 2.567 M€, de los que la inversión directa del ministerio en las infraestructuras de este medio ascendieron a 2.377 millones, un descenso del 26% sobre lo invertido en 2012. Dentro de estos, la creación de infraestructura de carreteras se llevó más de la mitad del total (1.435 M€), aunque ello supuso un descenso del 11% respecto de

2012. Para la conservación y explotación de carreteras se han invertido 942 millones (un 8% más que en 2012). Las carreteras constituyeron la segunda partida en cuanto a volumen inversor del Grupo Fomento, con un total de 2.963 millones (30% del total de la inversión del grupo). De este total, 664 millones, es decir el 22%, van destinados al pago de deudas pendientes de ejercicios anteriores. En construcción se han invertido 1.085 millones (37%), que se destinaron principalmente a completar los principales corredores, y en conservación y seguridad vial, donde invirtió un 28% (818 M€). A estas partidas deben añadirse 396 M€ para préstamos a concesionarios de autopistas por sobrecoste de expropiaciones, compensaciones por rebaja de peajes y convenios con otras administraciones, lo que sumado a los 2.567 M€ de inversión pública en infraestructuras de carreteras dan un total 2.963 M€.

En cuanto a las infraestructuras aeroportuarias y navegación aérea en 2013 la inversión fue de 848 M€, de los que el gestor aeroportuario AENA ejecutó 838 millones y directamente Fomento solo 10 M€.

El Grupo Fomento destinó en 2013 un total de 838 M€ a puertos y seguridad marítima, de los que la Dirección

General de la Marina Mercante invirtió directamente 4 M€, mientras que el ente público Puertos del Estado hizo lo propio por un importe de 733 millones. El 35% de la inversión se destinó a muelles y atraques (262 M€), mientras que el 19% fue para nuevos abrigos, señales marítimas y accesos marítimos. También se destinaron siete millones para implementar las autopistas del mar Gijón-Nantes y Vigo-Saint Nazaire.

En lo que respecta a la dotación para los programas de gestión del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medioambiente, la inversión en infraestructuras hidrológicas fue de 1.448 M€, destinada al desarrollo del Pacto Nacional del Agua. De ellos, 825 M€, corresponden a las inversiones efectuadas en 2013 por las sociedades de aguas, fundamentalmente AcuaEs, AcuaMed y la Sociedad Estatal de Infraestructuras Agrarias (SEIASA), mientras que la inversión directa del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medioambiente fue de 623 M€, con un descenso interanual del 31%, de los que 139 M€ (50% menos que en 2012) se invirtieron en el programa de gestión de infraestructuras del agua. Finalmente, las inversiones destinadas en 2013 a infraestructuras medioambientales fueron de 192 M€.

Cuadro 5

Evolución de la inversión pública en infraestructuras en el periodo 2010-2013

Datos en millones de euros (M€)

	Inversiones públicas en infraestructuras				
	2010	2011	2012	2013	Acumulado
Carreteras	5.144	2.540	2.740	2.567	12.991
Ferrocarriles	8.758	6.948	5.107	3.778	24.591
Puertos	1.419	1.159	775	737	4.090
Aeropuertos	1.870	1.345	1.026	848	5.089
Hidráulicas	3.399	2.278	1.450	1.448	8.575
Medioambientales	527	295	235	192	1.249
Otras	122	75	54	38	289
Total	21.239	14.640	11.387	9.608	56.874

Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

En cuanto a las inversiones en infraestructuras de transporte de energía en España hay que mencionar que son privadas casi en su totalidad, y se deben fundamentalmente, aunque no totalmente, a la inversión de las empresas gestoras de sus respectivas redes: en cuanto a tendidos eléctricos Red Eléctrica invirtió en construcción y mantenimiento de tendidos 535 M€ en 2013, la Compañía Logística de Hidrocarburos (CLH) 15 M€ en construcción y mantenimiento de oleoductos y Enagas 674 M€ en la construcción y mantenimiento de gasoductos.

En resumen, la evolución descendente del gasto público en infraestructuras a partir de 2010 queda reflejada en el cuadro 5.

3. Conclusiones

El desequilibrio modal que padece tradicionalmente España en el sector transporte se ha tratado de aminorar teniendo en cuenta las recomendaciones de la Unión Europea, favoreciendo las inversiones en infraestructuras ferroviarias, bajo el supuesto de que el ferrocarril es el medio de transporte más sostenible. El desbordamiento de la deuda pública española a partir de 2009 viene urgiendo a establecer reajustes drásticos en el gasto público, disminuyéndose año tras año las dotaciones para la inversión en infraestructuras de transporte. Aun así, la inversión pública en infraestructuras ferroviarias sigue acaparando el 42% de la inversión total en infraestructuras de transporte. De esta inversión en infraestructuras ferroviarias, el 85% es inversión en alta velocidad, solo de viajeros. Al contrario de otros países como Alemania, el diseño de las pendientes en la alta velocidad española, hace que las LAV sean inhábiles para el tráfico de mercancías excepto el tramo Barcelona-Perthus y en los trayectos Madrid-Sevilla y Córdoba-Antequera, pero en estos dos últimos tramos no se utiliza. A partir de los Presupuestos Generales 2013 se hace notorio el abandono de la red ferroviaria convencional y de la dotación para mejorar el tráfico ferroviario de mercancías (conjuntamente solo el 15% de la inversión total en infraestructuras ferroviarias). No obstante, en cuanto a inversiones en la red convencional, resalta en los Presupuestos 2013 la inversión de 20 M€ en la electrificación Medina-Portugal que, una vez terminada, situaría por ferrocarril

Madrid a 7 horas de Lisboa (en vez de las 8,50 actuales) y a 6 de Oporto, vía LAV Madrid-Olmedo. Por otro lado, observando el gráfico 2, se ve que urge conectar por ferrocarril con ancho UIC los puertos más occidentales de Europa (los puertos atlánticos españoles) con Europa central mediante un corredor ferroviario transversal de mercancías Galicia-Figueroles que enlace con el llamado corredor Mediterráneo (Budapest-Sevilla), con desvío al puerto de Algeciras, ya que el corredor Atlántico de la RTE-T (Mannheim-Sines) solo utiliza a España como servidumbre de paso (ver gráfico 2), realzando a Sines como el superpuerto occidental de la UE. Observando el cuadro y gráfico 2, las posibilidades de calado de los puertos gallegos de Marín, Arousa o Vigo (38 m de profundidad), así como el de Algeciras (24,4 m) son superiores a los de Rotterdam (24 m), Amberes (14,5 m), o al portugués Sines (18,6 m). La permanente congestión del Canal de la Mancha podría favorecer a los puertos españoles si las infraestructuras y los precios del transporte terrestre fueren los apropiados. El comercio marítimo entre Europa y América ganaría aproximadamente un día respecto a Rotterdam, si las mercancías pudieran tener origen/destino en estos puertos. Pero en la planificación de Fomento no se contemplan estas posibilidades y en los Presupuestos 2013 solo se destina a conexiones ferroviarias con puertos 61 M€, de los cuales 60 M€ son para conectar con ancho UIC el puerto de Barcelona. Por otra parte, la gran inversión en alta velocidad —solo para viajeros— se realiza en LAV que son en gran parte paralelas a la red convencional de mediados del XIX, cuando se sabe que esa malla ha agotado hace tiempo sus posibilidades. Con respecto a la inversión en carreteras y en la red de alta capacidad habría que tener en cuenta que hoy por hoy el transporte por carretera emplea al 3,2% de la población total ocupada, mientras que el ferrocarril emplea solo al 0,15%, es decir, 21 veces menos. En relación con las infraestructuras de navegación interior, tan en boga en Europa, ni palabra en los Presupuestos, aunque es cierto que la competencia está transferida según qué casos a las comunidades autónomas. España tiene algunos puertos fluviales: Bonanza y Sevilla (el mayor de todos ellos) sobre el Guadalquivir; Sanlúcar de Guadiana y Ayamonte (Guadiana), Amposta (Ebro), Requejada (Saja), Tuy (Miño), Pontecesures (Ulla) y otro sobre el Duero en Vega-Terrón (Fregeneda, Salamanca),

posiblemente aprovechable para que Castilla y León pudiera dar salida y entrada a algunas mercancías, ya que el Duero es navegable desde Fregeneda a Oporto, pero el acceso ferroviario a Fregeneda a partir de la línea férrea Salamanca-Oporto está cerrado desde 1985. También hay otros tramos de ríos y canales navegables en España con aprovechamiento actual nulo. Por último y en relación con el transporte aéreo, es notorio que siendo este modo de transporte el segundo en generar empleo en España (después del transporte por carretera), en los Presupuestos 2013 reciba la menor dotación de todas las inversiones para infraestructuras de transporte, menos que la cuarta parte de lo que se asignó para inversiones en infraestructuras ferroviarias, aunque el montante acumulado desde 2010 supere levemente a la inversión en Puertos. Por otra parte, las infraestructuras de transporte aéreo no cuentan con inversión privada, tan necesaria, dadas las circunstancias, para todas las infraestructuras de transporte.

BIBLIOGRAFÍA

- Comisión Europea (2011), *Libro Blanco*, Hoja de ruta hacia un espacio único de transporte: por una política de transportes competitiva, Bruselas.
- European Commission (2013), *EU Transport in Figures. Statistical Book*, European Union, Luxemburgo.
- Instituto Nacional de Estadística (INE) (2013), *Anuario Estadístico de España 2012*.
- Ministerio de Fomento (2005), Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT 2005-2020).
- Ministerio de Fomento (2010), Plan Estratégico para el Impulso del Transporte Ferroviario de Mercancías en España (PEITFM).
- Ministerio de Fomento (2011), Los Transportes y las Infraestructuras, Informe Anual.
- Ministerio de Fomento (2012), Plan de Infraestructuras, Transporte y Vivienda (PITVI 2012-2024).
- Ministerio de Fomento (2013), *Anuario Estadístico 2012*.
- Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2013), Presupuestos Generales del Estado 2013.



SEGURO DE RESPONSABILIDAD CIVIL



BENEFÍCIATE DE LAS MEJORES CONDICIONES DE SEGURO CON MAPFRE, COMPAÑÍA DE PRIMERA LÍNEA

- Seguro exclusivo para **COLEGIADOS DEL COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID**.
- Este seguro cubre el **EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD DE ECONOMISTA** de acuerdo con su Estatuto Profesional.
- **ALTA INMEDIATA** cumplimentando un sencillo Boletín de adhesión.
- Seguro con **EXCELENTES CONDICIONES ECONOMICAS**, con distintas opciones de límite en función de los cuales se calcula la prima. Ejemplo:

Actividad de economista

OPCIONES	Límite por siniestro	Límite por anualidad	Prima total anual
Opción A	301.000 €	602.000 €	185,70 €
Opción B	602.000 €	1.202.000 €	292,00 €
Opción C	1.001.000 €	2.002.000 €	483,28 €

- OPCIÓN DE COBERTURA DE OTRAS ACTIVIDADES: **AUDITORÍA, CONCURSAL, y otras**.
- Este seguro tiene **RETROACTIVIDAD ILIMITADA**, esto quiere decir que se da cobertura no solo a los trabajos actuales, sino también a los pasados.
- Opción de **COBERTURA SOCIEDADES** que se dediquen al desarrollo de la actividad de economista.

CONTRATA TU SEGURO: ADARTIA GLOBAL - 91 781 64 53 Email: colegios@adartia.es



SISTEMA FINANCIERO

Coordinador

Jaime Requeijo

Catedrático Emérito de Economía Aplicada, UNED

REFORMA Y ESTABILIZACIÓN DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL (*)

Emiliano González Mota

Director del Gabinete del Gobernador del Banco de España

RESUMEN

En 2013 la reforma del sector financiero en España avanzó decisivamente, corrigiéndose las debilidades que la crisis internacional y la del área del euro y la situación de los bancos y de la economía española habían puesto de manifiesto. Las entidades fortalecieron su solvencia, liquidez y estructura de financiación, al tiempo que progresó la reestructuración de las entidades que recibieron ayuda pública. Como prueba irrefutable de esta mejoría, además de la mayor confianza de los mercados, al finalizar el año se dio por concluido, de forma exitosa, el programa europeo de asistencia financiera, validándose el cumplimiento, en los plazos acordados, de la condicionalidad impuesta en el Memorando de Entendimiento acordado entre las autoridades españolas y europeas.

PALABRAS CLAVE

Reforma financiera, Memorando de Entendimiento, Bancos, Solvencia, Liquidez, Financiación.

1. Introducción

La crisis financiera internacional y, en particular, la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers provocaron el cierre de mercados e instrumentos de financiación que hasta entonces habían sido claves para las entidades. La opacidad de las exposiciones de riesgo de las entidades frente a instrumentos que súbitamente perdieron su liquidez exacerbó la desconfianza y la aversión al riesgo. En 2012, el recrudecimiento de la crisis del área del euro y la reestructuración de la deuda soberana griega en manos del sector privado cambiaron la percepción de los inversores del riesgo a la exposición soberana en el área del euro. Como resultado se produjo un fuerte incremento de las primas de riesgo de países considerados vulnerables, entre los que se encontraba España, a la vez que se retroalimentaba la relación entre riesgos soberanos y bancarios.

Respecto a los factores domésticos subyacentes a la crisis, existía una gran incertidumbre sobre la valo-

ración de los activos del negocio minorista en los balances de los bancos y, en particular, de las exposiciones al sector inmobiliario de la banca española. Los mercados y la mayoría de analistas, tal y como se demostraría más tarde, exageraron las necesidades de recapitalización de la banca y su eventual impacto sobre las cuentas públicas, lo que llevó a poner a nuestro país en primera línea de estrés financiero en el segundo trimestre de 2012. Además, la recaída de la economía española, tras el efímero repunte entre mediados de 2010 y la mitad de 2011, agravó el ya complicado ajuste en el que estaba inmerso el sistema financiero español.

Este artículo repasa los principales desarrollos de la reforma y el saneamiento y recapitalización del sistema bancario en España. La sección 2 describe el desarrollo de la crisis financiera y la respuesta de las autoridades, especialmente el Memorando de Entendimiento firmado entre las autoridades españolas y europeas y su hoja de ruta. La sección 3 repasa el cumplimiento de este Memorando en los términos y plazos acordados. En la última sección se describe los retos que enfrenta el sistema bancario en España.

(*) Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor, y no refleja necesariamente las opiniones de la institución para la que trabaja.

2. Crisis y respuesta de las autoridades

Las autoridades españolas respondieron a la crisis conforme al deterioro progresivo de la misma. Así, en los primeros compases, se crearon nuevas instituciones, como el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF) y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), se reformó el régimen jurídico de las cajas de ahorros para reforzar su gobernanza y se incrementaron los requerimientos mínimos de capital para fortalecer la solvencia de las entidades. En febrero y mayo de 2012, se intensificaron las medidas encaminadas al saneamiento de los balances de las entidades de crédito, con nuevos requerimientos de provisiones y de capital para los activos problemáticos (préstamos dudosos, préstamos subestándar y activos adjudicados) del sector de construcción y promoción inmobiliaria. Estas normas supusieron un incremento significativo de las provisiones para los préstamos destinados a la promoción inmobiliaria y los activos de hipotecas ejecutadas.

Estos esfuerzos fueron insuficientes para restaurar la confianza y aminorar la presión sobre la financiación de las entidades, especialmente las cajas de ahorro. El 25 de junio de 2012, el Gobierno español solicitó asistencia financiera externa para el proceso de reestructuración y recapitalización del sector bancario. El 20 de julio de 2012 se acordó un Memorando de Entendimiento (MoU, según sus siglas en inglés), entre las autoridades españolas y europeas y una línea de apoyo financiero externo aneja a ese acuerdo, de hasta 100.000 millones de euros, para financiar la recapitalización de aquellas entidades financieras españolas que no tuvieran acceso a los mercados.

El programa comporta una condicionalidad centrada en el sector bancario que comprende treinta y dos requisitos (1). Esta condicionalidad se diseñó sobre dos componentes: uno destinado a los segmentos vulnerables del sector bancario y otro de carácter más horizontal aplicable a todas las entidades. En ambos casos, el Memorando establecía una hoja de ruta con los plazos de ejecución de cada uno de los procesos incluidos en esta condicionalidad (2).

— El primer componente, segmentos vulnerables, requería identificar las entidades que presentaban un

déficit de capital para proceder a su recapitalización, con rigurosas condiciones para aquellas que precisasen ayudas estatales. Esta condicionalidad incluía planes de reestructuración y ejercicios obligatorios de subordinación de pasivos y asunción de pérdidas por los accionistas y los tenedores de ciertos instrumentos de deuda. Además, se preveía la transferencia obligatoria de parte de sus activos dañados a una sociedad independiente de gestión de activos constituida a tal efecto.

Para estimar las necesidades de capital y, en su caso, de recapitalización de cada entidad se partía de un ejercicio *top down* y un análisis posterior *bottom-up* de valoración de las carteras bancarias. Este análisis sirvió para determinar las entidades sin déficit de capital, siete grupos bancarios, que representaban el 62% de la cartera crediticia analizada. Estas formarían el Grupo 0 según la nomenclatura del MoU. De las necesidades de capital del resto de entidades, el 86% correspondían a las cuatro participadas por el FROB (Grupo 1). Las demás se clasificarían en el Grupo 2, aquellas que no podían cubrir el déficit de capital por su cuenta, o en el Grupo 3, integrado por las que no necesitarían apoyo público para cubrir su déficit de capital (3).

Por su parte, en noviembre de 2012 se constituyó la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), con un 55% de capital privado y el resto en manos del FROB. Las entidades que habían recibido ayudas públicas tuvieron que transferir a la SAREB todos los bienes inmuebles adjudicados con un valor neto contable individual superior a 100.000 euros; todos los préstamos a promotores inmobiliarios con un valor neto contable superior a 250.000 euros calculado a nivel de acreditado, no de operación; y las participaciones accionariales de control en el capital de sociedades inmobiliarias. Los precios de transmisión supusieron un descuento medio del 63% del valor bruto en libros para los activos adjudicados y del 45% para los préstamos.

— En virtud de la condicionalidad horizontal, se incluyeron medidas para reforzar el marco regulatorio y mejoras en la normativa de resolución de entidades de crédito, de concentración de riesgos y de

transparencia de la información financiera. Además, se incorporaban medidas para reforzar el marco de supervisión, entre otras, una mayor independencia operativa del Banco de España y una revisión interna de los métodos de supervisión. Por último, contiene medidas para reforzar la protección de los consumidores y fomentar la intermediación financiera no bancaria.

3. Recapitalización, saneamiento y reforma del sistema bancario

El Real Decreto-Ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, aprobado en agosto de 2012 e incorporado posteriormente en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, puso a disposición de las autoridades españolas los mecanismos oportunos para el cumplimiento de los compromisos del MoU descritos anteriormente.

Con respecto a la recapitalización de las entidades identificadas como vulnerables, en el último trimestre del año 2012 se aprobaron por el Banco de España y la Comisión Europea los planes para los Grupos 1 y 2 y el FROB procedió a recapitalizar las entidades del Grupo 1. Por su parte, en el primer trimestre de 2013 se recapitalizaron a través del FROB las entidades del Grupo 2.

En cuanto a saneamiento de balances, las entidades del Grupo 1 traspasaron sus activos inmobiliarios a la SAREB en diciembre de 2012 por un valor de 36.695 millones de euros y las entidades del Grupo 2 lo hicieron en febrero de 2013 por un valor de 14.086 millones de euros. En total la SAREB recibió casi 200.000 activos por valor de 50.781 millones de euros, de los que el 80% son activos financieros y el 20% activos inmobiliarios.

Adicionalmente, a lo largo de 2013, las entidades que necesitaron apoyo público han tenido que realizar los correspondientes ejercicios de subordinación de pasivos. Además, han presentado los preceptivos planes de reestructuración, que fueron aprobados por el Banco de España y la Comisión Europea, incluyendo compromisos de una drástica reducción de oficinas, plantillas y de activos ponderados por riesgo.

En el contexto del conjunto del sistema financiero hay que destacar el gran esfuerzo de saneamiento y de recapitalización del sector bancario, así como una importante consolidación del mismo.

El saneamiento del sector bancario español ha supuesto para las entidades en torno a 104.000 millones de euros en términos de provisiones desde 2012 hasta septiembre de 2013 (4). En cuanto a solvencia, hay que destacar que todas las entidades cumplen con el requisito que se impuso en el MoU de una ratio de capital principal mínima del 9% y que, de hecho, con la información disponible a cierre de este artículo, se espera que la media del sistema bancario español finalice 2013 por encima del 10%. La aportación de fondos públicos a la recapitalización de entidades que lo requirieron, desde mayo de 2009, ha sido de 61.300 millones de euros, de los que aproximadamente 39.000 millones de euros proceden del Programa de Asistencia Financiera acordado con las autoridades europeas.

Además de los aspectos relacionados con la solvencia y el saneamiento, son destacables los progresos realizados en materia de transparencia y de gobernanza de las entidades.

En materia de transparencia, el Banco de España introdujo en 2012 nuevas exigencias de información (5) sobre activos adjudicados, así como la obligación de publicar en las cuentas anuales información detallada de las operaciones de refinanciación y de reestructuración, y sobre la concentración de riesgos tanto sectorial como geográfica. Además deben publicar un breve resumen de la política general de refinanciación y reestructuración de cada entidad. En cuanto a la gobernanza de las entidades de crédito, los cambios en el ámbito de las cajas de ahorro han sido ya muy notables. Además, la aprobación, en su caso, del Anteproyecto de Ley de supervisión y solvencia de entidades de crédito, entre otros aspectos completará la reforma de la gobernanza.

4. Retos y perspectivas

La reforma financiera se encuentra muy avanzada, prácticamente concluida, y se completará con la resolución de las entidades controladas por el FROB y la gestión de activos inmobiliarios y financieros transferidos a la

SAREB. La quinta y última revisión del programa de asistencia financiera por las autoridades europeas ratificó el cumplimiento de la condicionalidad y de los plazos del MoU. Concluyó que el sistema bancario español se ha reforzado, ha mejorado la liquidez y la estructura financiera de las entidades. En esta línea, los bancos españoles han reducido significativamente su financiación en el Eurosistema al tiempo que han mejorado notablemente la relación entre préstamos y depósitos, en parte por la estabilización y ligero incremento posterior de estos últimos. Además, el sector presenta una cómoda posición de solvencia tras la recapitalización de los segmentos más vulnerables, el traspaso de activos dañados a la SAREB y la mejora de los resultados de 2013. La revisión también constató que está en marcha la reestructuración de los bancos que han recibido ayudas estatales y que se ha cumplido la condicionalidad horizontal impuesta en el programa en sus tres vertientes, gobernanza, regulación y marco de supervisión.

El sector bancario español enfrenta desde una posición de relativa fortaleza los retos importantes a los que tendrán que hacer frente en el año 2014, un año en el que entrará en vigor la Supervisión Única Bancaria en el área del euro y los países europeos que se adhieran a la misma. Antes, las entidades deberán superar las exigentes pruebas en términos de valoración de riesgos, de balances y de pruebas de resistencia a las que serán sometidas por parte de las autoridades supervisoras, en este caso el Banco de España y el BCE. Además, entre los elementos idiosincrásicos a la situación española que deberán enfrentar las entidades destacan la necesidad de que se consolide y acentúe la incipiente recuperación de la economía española, y en particular el empleo. También es fundamental la restauración del flujo de crédito bancario hacia los sectores y los proyectos de inversión y de consumo más rentables, en un contexto en el que la morosidad de los préstamos sigue creciendo y en el que persiste una cierta (aunque menor) fragmentación en los mercados del área del euro.

NOTAS

- (1) Además, el Gobierno español se comprometió a reducir el déficit excesivo y a realizar reformas estructurales encaminadas a reforzar el desempeño de la economía española y a corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados en la fase previa de la expansión.
- (2) Para una información más detallada sobre la condicionalidad y su hoja de ruta véase <http://www.boe.es/boe/dias/2012/12/10/pdfs/BOE-A-2012-14946.pdf>. Una visión, más sucinta, puede obtenerse a través del enlace en <http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/infointeres/reestructuracion/progreso/>.
- (3) El Grupo 0 está formado por Santander; BBVA; CaixaBank; Sabadell y CAM; Bankinter; KutxaBank y Unicaja-CEISS. El Grupo 1 está constituido por Bankia-BFA; CatalunyaBanc; NCG Banco y Banco de Valencia; el Grupo 2 por Banco Mare Nostrum, CEISS, Liberbank y Caja 3), y el Grupo 3 por Ibercaja y Banco Popular.
- (4) Esta cifra asciende a algo más de 192.000 millones de euros si se computan las provisiones dotadas desde el inicio de la crisis en 2008.
- (5) El Banco de España ya había adoptado medidas en 2011 al publicar la Circular 5/2011, de 30 de noviembre, que establece la obligación de las entidades de publicar anualmente información sobre el mercado hipotecario y las financiaciones para construcción, promoción inmobiliaria y adquisición de viviendas, así como la referida a los activos recibidos en pago de deudas, y la relativa al volumen de activos transferidos.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2012-2013), *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo y noviembre.
- Banco de España (2013), *Nota informativa sobre las ayudas financieras públicas en el proceso de recapitalización del sistema bancario español (2009-2013)*.
- Comisión Europea y Banco Central Europeo (2013), *Comunicado sobre la conclusión de la quinta revisión del programa de asistencia financiera de España*.
- Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación (2012), «Memorandum de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera», hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y «Acuerdo Marco de Asistencia Financiera», hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012, en *Boletín Oficial del Estado*, número 296, sec. I, página 84550.

SANEAMIENTO Y REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

Antonio Carrascosa

Técnico Comercial y Economista del Estado. Director General del FROB

Mario Delgado

Técnico Comercial y Economista del Estado. Responsable de Coordinación Internacional del FROB

RESUMEN

El año 2013 ha sido muy importante en el avance de la reestructuración del sector financiero español. A lo largo del año el FROB ha culminado la recapitalización de las entidades con necesidades de capital y se ha concluido la transferencia de los activos inmobiliarios a la Sociedad de Gestión de Activos de la Reestructuración Bancaria (SAREB) habiendo comenzado esta con mucho vigor la venta y gestión de sus activos. Asimismo, en 2013 se han realizado ejercicios de reparto del coste de la reestructuración que han afectado a accionistas y acreedores *junior* de las entidades recapitalizadas. Finalmente, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) ha continuado su proceso de venta de las entidades participadas. En conjunto, los requerimientos exigidos por la Unión Europea (UE) en el marco del apoyo financiero proporcionado en 2013 se han cumplido satisfactoriamente de modo que no será necesario prorrogar este programa.

PALABRAS CLAVE

Sector financiero, Bancos, Cajas de ahorros, FROB, SAREB, UE, MoU, Resolución bancaria, *Bail-in*, *Bail-out*, Rescate, Deuda subordinada, Preferentes, Instrumentos híbridos, Activos fiscales diferidos.

1. Un año clave para el sector financiero

El año 2013 comenzó con enormes retos para el sector financiero. Pocos meses antes se había suscrito una línea de crédito con la UE para la recapitalización de una parte del sector que implicaba la adopción de numerosas medidas en el ámbito financiero cuya ejecución debía culminarse en 2013, todo ello, además, en el marco de un contexto macroeconómico todavía delicado. Un año después, el balance es muy satisfactorio. La asistencia financiera de la UE ha expirado sin necesidad de prórroga y las autoridades internacionales que lo han evaluado valoran muy positivamente lo conseguido en términos de recapitalización y de fortalecimiento del sistema. Es obvio que todavía quedan retos importantes para el conjunto del sector, pero el panorama financiero es claramente más favorable que el de principio del año pasado.

Además, el modelo español se ha adoptado como referencia de la UE para la aplicación de las normas de

ayudas de Estado de cara a los ejercicios de análisis de carteras y de estrés que el BCE realizará durante 2014.

2. El punto de partida

El ritmo de la reestructuración del sector financiero en 2013 ha venido marcado por el cumplimiento del Memorando de Entendimiento (MoU, según sus siglas en inglés) firmado entre España y la UE en julio 2012, que recoge la condicionalidad a la línea de asistencia financiera de hasta 100.000 millones de euros.

A principios de 2012 existían serias dudas acerca de la calidad del activo de los bancos, lo cual generaba presión para el conjunto del sector que tenía muy complicado financiarse. Por ello, para garantizar un saneamiento creíble y que cualquier necesidad subsiguiente de capitalización fuera financiable, el Gobierno solicitó el apoyo financiero de la UE.

El MoU firmado con la UE tenía por objeto garantizar la recapitalización de la parte más vulnerable del sector financiero, minimizando el impacto para el contribuyente y reforzando la regulación financiera.

Las medidas de refuerzo de la regulación financiera se adoptaron, en su gran mayoría, ya en 2012, sobre todo a través de la Ley 9/2012, de reestructuración y resolución bancaria. En todo caso, cabe destacar que en 2013 se ha aprobado la Ley 26/2013, de Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias, que responde también a requerimientos del MoU.

En cuanto a la recapitalización, el punto de partida fueron los conocidos ejercicios de estrés realizados por Oliver Wyman y Roland Berger, en los que se detectaron unas necesidades de capital de unos 55.000 millones de euros. Las entidades con necesidades de capital no abordables privadamente se clasificaron en dos grupos: grupo 1 para las que ya tenían apoyo del FROB y grupo 2 para las que no. Para cubrir las necesidades de esas entidades los pasos exigidos por el MoU fueron: 1) Elaboración de un plan de reestructu-

ración o de resolución con medidas de ajuste para sanear las entidades; 2) Traspaso de los activos inmobiliarios (tanto reales como financieros) a la sociedad de gestión de activos creada al efecto, SAREB; 3) Reparto de la carga con los accionistas y acreedores *junior* (titulares de instrumentos híbridos); 4) Finalmente, recapitalización por parte del FROB (que utiliza el dinero prestado por Europa). En 2012 se procedió a la recapitalización de las entidades del grupo 1 y en el primer trimestre de 2013 a las del grupo 2.

Por tanto, 2012 ya fue muy intenso en la aplicación del MoU, puesto que en ese año se plantearon y ejecutaron parte de las medidas exigidas. El reto para 2013 era, fundamentalmente, culminar la ejecución de esas medidas.

3. Recapitalización de las entidades

La recapitalización de las entidades por el FROB parte de las necesidades detectadas en los ejercicios de 2012, así como de una estimación independiente del valor de la entidad.

Cuadro 1

Recapitalización por el FROB de las entidades del grupo 1 y 2 con apoyo europeo (*)

			Fecha	Tipo de apoyo	Importe (M€)	Info adicional: Apoyos totales (desde 2009) (**)
Grupo 1	1	Catalunya Bank	Diciembre 2012	Acciones	9.084	12.052
	2	Banco de Valencia	Diciembre 2012	Acciones	4.500	5.498
	3	Nova Caixa Galicia	Diciembre 2012	Acciones	5.425	8.981
	4	BFA-Bankia	Diciembre 2012	Acciones	17.959	22.424
Grupo 2	5	Banco Mare Nostrum	Marzo 2013	Acciones	730	1.645
	6	Liberbank	Marzo 2013	Cocos	124	1.806
	7	Caja3	Marzo 2013	Cocos	407	407
	8	CEISS	Abril 2013	Cocos	604	1.129
		Total			38.833	53.9427

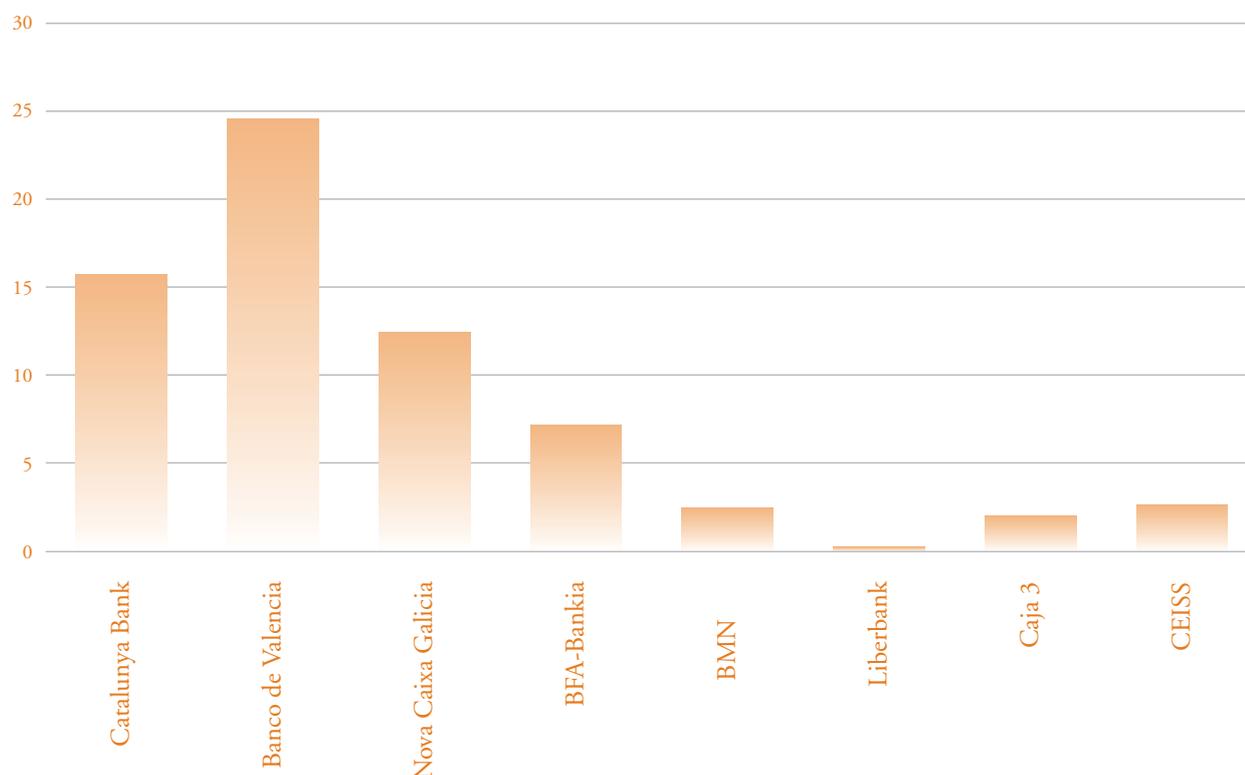
(*) Este cuadro no recoge el desglose de los apoyos realizados antes de diciembre 2012 ni el total de entidades que han recibido apoyos; para una visión completa puede consultarse: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing_notes/es/notabe02-09-2013.pdf

(**) Sin contar apoyos en forma de Esquemas de Protección de Activos o garantías.

Fuente: FROB.

Gráfico 1**Relación entre apoyo financiero y tamaño (Activos totales 2011)**

Datos en porcentaje



Fuente: FROB.

El gráfico 1 pone en relación los apoyos (totales) realizados con el tamaño de las entidades, medidos en función de los activos.

4. Traspaso de activos a la SAREB

A comienzos de 2013 la SAREB contaba ya con el soporte legal necesario para su funcionamiento (creación, fijación del perímetro de activos que debían transferirse, así como de los precios de transferencia) y había recibido los activos problemáticos de las entidades del grupo 1, pero operativamente estaba apenas incipiente. A lo largo del año se ha producido un aumento significativo de la plantilla y su completa puesta en marcha desde el punto de vista del funcionamiento.

Como ya hemos mencionado, en diciembre de 2012 habían transferido los activos correspondientes las en-

tidades del grupo 1. En febrero de 2013 se completó la transferencia de activos de las entidades del grupo 2. El descuento medio en la transferencia de los activos fue del 53%.

En todo caso, la SAREB ha lanzado un proceso exhaustivo de *due diligence* de sus activos, que se espera que culmine a principios de 2014.

Para la gestión de los activos transferidos la SAREB ha firmado acuerdos de gestión con las entidades cedentes. Los esquemas de remuneración y comisiones de estos acuerdos buscan alinear los intereses de las entidades gestoras y de la SAREB, estableciendo así los incentivos adecuados para una gestión que maximice el valor de venta de los activos. Asimismo, la SAREB está firmando acuerdos con diversas entidades para facilitar la financiación de la venta de sus activos.

Cuadro 2

Transferencia de activos a la SAREB

	Fecha transferencia	Valor transferencia
BFA-Bankia	Diciembre 2012	22.318
Catalunya Bank	Diciembre 2012	6.656
Nova Caixa Galicia	Diciembre 2012	5.097
Banco Gallego	Diciembre 2012	604
Banco de Valencia	Diciembre 2012	1.962
Grupo 1		36.637
BMN	Febrero 2013	5.819
Liberbank	Febrero 2013	2.917
Caja3	Febrero 2013	2.212
CEISS	Febrero 2013	3.137
Grupo 2		14.085
Total		50.722

Fuente: FROB.

El proceso de disposición de activos ha comenzado ya a través de todos los canales: minorista, mayorista y a través de los llamados FAB (Fondos de Activos Bancarios, con una fiscalidad favorable). La financiación de estos fondos incluye capital de inversores y, por el momento, de SAREB. Se trata de vehículos flexibles que permiten acomodar las preferencias de los inversores mayoristas.

También han comenzado las ventas de los activos financieros y la gestión activa de los activos financieros con impagos.

5. Las acciones de gestión de híbridos

El MoU exigía que se minimizara la participación de los contribuyentes en la asunción de costes y recapitalización de las entidades (reparto de la carga). Para ello se requiere que accionistas y acreedores *junior* asuman pérdidas antes de la recapitalización. Así se recoge en la Ley 9/2012.

En aplicación de la ley, los accionistas de las entidades contribuyeron a la absorción de pérdidas antes de la inyección de fondos públicos, hasta el punto de que las cajas de ahorros que controlaban los bancos rescatados del grupo 1 perdieron toda su participación en los mismos. Los titulares de participaciones preferentes y deuda subordinada sufrieron un recorte medio del 26% y el remanente de sus títulos fue convertido en capital. De esta manera, a través del reparto de la carga, se recapitalizó a las entidades, en primer lugar, por la reducción de los pasivos y, en segundo lugar, por su transformación en capital. Este ejercicio de gestión de híbridos se aprobó y ejecutó a lo largo de 2013.

Este ejercicio es consistente con los principios generalmente aceptados sobre gestión de crisis, que exigen que no sea el contribuyente el que asuma toda la carga sino que señala que deben ser principalmente los accionistas y acreedores los que soporten las pérdidas. Sin embargo, en el caso español la ejecución topó con un problema importante, que fue que, en una parte significativa de los casos, los tenedores de los instrumentos híbridos eran clientes minoristas que no comprendían correctamente los riesgos de esos instrumentos. Por ello, para Nova Caixa Galicia, Catalunya Bank y BFA/Bankia están realizándose arbitrajes (en NCG ya ha finalizado) para determinar en qué casos los productos no habían sido bien comercializados y, por tanto, los tenedores de esos instrumentos debían quedar fuera del proceso de gestión de híbridos.

6. Procesos de desinversión

Como consecuencia del proceso de recapitalización, el FROB es propietario mayoritario de entidades financieras que suponen en torno al 18% del crédito del sistema (incluyendo Nova Caixa Galicia). La completa normalización del sector financiero implica la salida del FROB de estas entidades. El resto de participaciones financieras del FROB tienen forma de obligaciones convertibles que expiran vía amortización. Por último, la participación en SAREB tiene el plazo de la propia duración máxima de SAREB (15 años).

Durante el año 2013 el FROB ha realizado varias ventas:

- Venta de Banco Gallego. Tras un proceso competitivo en el que se recibieron tres ofertas vinculantes, en abril la Comisión Rectora del FROB decidió la adjudicación del Banco Gallego a la mejor oferta, que era la de Banco Sabadell. La operación implicó la inyección por parte del FROB de 245 millones de euros en Banco Gallego y la posterior transmisión de todas las acciones a Banco de Sabadell por el precio de un euro.
- Venta de Nova Galicia Banco. En septiembre el FROB lanzó el proceso de venta del 88,3% de NCG (el 62,8% controlado directamente por el FROB y el 25,5% controlado por el Fondo de Garantía de Depósitos). Se recibieron seis ofertas vinculantes, nacionales e internacionales y, finalmente, en diciembre el banco se adjudicó a Banco Etchevarría/Banesco por 1.003 millones de euros. Aunque la cantidad recibida es inferior al total de dinero público inyectado por el FROB en la entidad, es la primera ocasión en la que el FROB vende una entidad por un precio positivo significativo.

7. Retos futuros

El programa de apoyo financiero de la UE no ha sido prorrogado, puesto que tanto las autoridades nacionales como las europeas han considerado que se han cumplido sus objetivos. El sector está más y mejor capitalizado y se ha producido ya gran parte del necesario ajuste (por ejemplo, de un número de oficinas de 46.167 en 2008 se ha pasado a 35.521 en el tercer trimestre de 2013 y, en términos de empleados, se ha pasado de 278.301 en 2008 a 236.503 a finales de 2012).

En todo caso, los retos siguen siendo significativos:

- Desde el punto de vista de la reestructuración financiera, el FROB debe continuar los procesos de desinversión para completar la normalización del sector, intentando maximizar el valor de venta de sus participaciones. En este sentido, para valorar la recuperación de sus inversiones debe tenerse en cuenta que una parte importante de los apoyos se ha dirigido a compensar el patrimonio neto negativo de las entidades apoyadas. Es importante advertir que la inyección de este dinero ha permitido proteger a
- titulares de pasivos (como depositantes por encima de las cantidades garantizadas por el FGD) que, de lo contrario, habrían sufrido pérdidas.
- Como se ha señalado, en la venta de Nova Caixa Galicia se ha observado un cambio de tendencia respecto de ventas anteriores y el objetivo es mantener esa tendencia de cara a ventas futuras.
- El objetivo último de la reestructuración financiera es lograr un sector financiero solvente capaz de conceder crédito en condiciones sostenibles a la economía real. Con este fin se ha movilizado una cantidad significativa de dinero público, si bien, como se acaba de decir, una parte importante de ese apoyo tiene por objeto absorber el patrimonio neto negativo de las entidades. Asimismo, la reestructuración del sector financiero es una condición necesaria para la reactivación del crédito, pero además deben darse otras condiciones, como la mejora del nivel de apalancamiento o el afianzamiento de la recuperación económica.
 - Es muy importante el control de los niveles de capitalización y la preparación de cara a los próximos ejercicios de estrés europeos (1). Con miras a estas pruebas varias entidades españolas están procediendo a ejercicios de refuerzo de sus niveles de capital. Asimismo, el Banco de España ha recomendado una limitación al pago de dividendos en efectivo y se han reforzado sus facultades para restringirlos a futuro.

8. Conclusión. El futuro de la resolución

En la actual crisis el marco de resolución ha debido construirse a medida que se gestionaba la crisis. Esto ha complicado lo que ya de por sí era una tarea extremadamente compleja. Actualmente, a nivel internacional y, concretamente a nivel europeo, está construyéndose el marco de resolución para las crisis futuras.

Las piezas claves del marco europeo son la Directiva de Resolución y Recuperación Bancaria, aprobada en diciembre 2013 (que armoniza el marco de resolución para toda la UE) y el Mecanismo Único de Resolución (que crea una autoridad única para los países participantes en la Unión Bancaria). La combinación de ambos elementos debe resultar en: 1) Una mejor pre-

paración para los escenarios de crisis. Todos los bancos serán sometidos a análisis de cómo se gestionaría una eventual resolución, lo cual permitirá detectar posibles obstáculos y favorecer la prevención; 2) Un reparto más adecuado de los costes de la crisis cuando estas se produzcan, de modo que sea el sector privado el que soporte la mayor parte o incluso la totalidad de los mismos (este es el llamado *bail-in*).

Este marco debe favorecer un sistema financiero más sólido y estable y una mayor protección del contribuyente frente a las crisis financieras.

NOTA

(1) En este sentido, a finales de 2013 el Gobierno ha aprobado, mediante el Real Decreto Ley 14/2013, de 29 de noviembre,

una medida que contribuye a reforzar la calidad del capital del conjunto las entidades financieras. Esta medida garantiza el valor de parte de los activos fiscales diferidos (los derivados de las diferencias temporales entre el momento de contabilizar un gasto desde el punto de vista contable y desde el punto de vista fiscal) al asegurar que, en caso de que la entidad no pudiera hacer efectivos esos activos entonces estos pasarán a convertirse en un crédito directo contra la Hacienda Pública.

BIBLIOGRAFÍA

Santiago Pernías, *La quita y la conversión de los acreedores bancarios. El bail-in*, IEB.

Jianping Zhou, Virginia Rutledge, Wouter Bossu, Marc Dobler, Nadege Jassaud y Michael Moore (2012), «From *Bail-out* to *Bail-in*: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions», *IMF Staff Discussion Note*, abril 24.

Memorando de Entendimiento de la Asistencia Financiera de la UE a España, julio 2012.



Afi Escuela
de Finanzas Aplicadas

Certificaciones EFPA - España

Más de 5 años como Escuela acreditada

**Agente Financiero
(Certificación DAF)**

Del 19 de febrero al 6 de junio de 2014
130 horas on-line

**Asesor financiero Nivel II
(Certificación EFA)**

Del 12 de febrero al 7 de junio de 2014
140 horas on-line
140 horas on-line + 26 horas presenciales

**Asesor financiero
(Certificación EFA)**

Del 7 de mayo al 28 de noviembre de 2014
230 horas on-line
230 horas on-line + 33 horas presenciales

**Planificación financiera
(Certificación EFP)**

Del 1 de abril al 25 de octubre de 2014
220 horas on-line
220 horas on-line + 42 horas presenciales



on-line

Afi Escuela de Finanzas Aplicadas
c/Españoleto, 19-23
28010 Madrid
91 520 01 50 / 80 efa@afi.es
www.efa.afi.es



UN NUEVO ENTORNO REGULATORIO PARA LA BANCA

María Abascal y Santiago Fernández de Lis

BBVA Research

RESUMEN

En este artículo se pasa revista a la profunda reforma de la regulación financiera a raíz de la crisis. Se describen los principales objetivos de esta reforma: reforzar la solvencia, aumentar la transparencia, fortalecer la gobernanza de las instituciones, minimizar el riesgo sistémico y mitigar el coste para el contribuyente de futuras crisis. Se abordan también los retos pendientes, entre los que destacan la regulación del sistema bancario en la sombra, las agencias de *rating*, la protección al consumidor, las políticas macroprudenciales y la regulación de las nuevas tecnologías para la intermediación financiera. Se abordan los problemas particulares de Europa, cuya resolución requiere avances en el proceso de la unión bancaria.

PALABRAS CLAVE

Reforma regulatoria, Basilea III, Solvencia, Liquidez, Apalancamiento, Información financiera, Transparencia, Gobierno corporativo, Riesgo sistémico, Resolución bancaria, *Bail in*, Banca en la sombra, Agencias de *rating*, Protección al consumidor, Supervisión macroprudencial, Tecnología, Unión bancaria.

1. Introducción

La regulación es un ámbito de creciente importancia para el sector financiero. El número de autoridades y foros que regulan el funcionamiento de los sistemas financieros ha aumentado sensiblemente y las normas que emanan de estas instituciones también se han multiplicado, especialmente a raíz de la crisis. Por ello, resulta razonable que tanto autoridades como el propio sector dediquen cada vez más recursos a su seguimiento y a la adaptación al nuevo marco.

El año 2013 ha supuesto la culminación de numerosas reformas inicialmente esbozadas por los líderes del G-20 como parte de la respuesta regulatoria que acordaron en 2008. Este artículo tiene por objeto repasar las principales reformas regulatorias e identificar los retos en el campo de la regulación.

2. La reforma regulatoria

Desde el estallido de la crisis, la regulación ha evolucionado desde un planteamiento general de definición

de principios y grandes líneas de reforma (el *tsunami* regulatorio acordado en 2008) a un nuevo estadio de concreción de normas técnicas y trasposición de dichos principios a los marcos legislativos nacionales. Las distintas reformas están dirigidas a la consecución de tres grandes objetivos: 1) reforzar la solvencia del sistema, 2) aumentar la transparencia y fortalecer la gobernanza de las instituciones, y 3) minimizar el riesgo sistémico y mitigar el coste para el contribuyente de futuras crisis.

— *Balances bancarios más resistentes: solvencia, liquidez y apalancamiento.* En 2010 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea aprobó el nuevo marco internacional de solvencia conocido como Basilea III y, en 2013, muchos países (entre ellos EE.UU. o los países de la Unión Europea) han trasladado a normas nacionales la nueva regulación. Con ello, queda garantizada la exigencia no solo de más capital sino de capital de más calidad en los bancos. El marco se completa con nuevos ratios de liquidez que obligan a las entidades a disponer de un colchón de activos muy líquidos para hacer frente a situaciones de estrés en el corto plazo y a evitar desajustes de vencimiento, al exigir que los

activos de largo plazo sean financiados principalmente con pasivos de largo plazo. Por último, se fija un límite al apalancamiento que establece un máximo de deuda con relación al capital de los bancos.

— *Mejoras en la transparencia, información financiera y gobernanza.* Una información al mercado completa y de calidad ayuda a disipar las dudas sobre la solvencia de las entidades bancarias. La exigente revisión integral de balances que está llevando a cabo el BCE va en esta dirección, así como los ejercicios de transparencia de la Autoridad Bancaria Europea o las pruebas de estrés de la Reserva Federal de EE.UU. Además, en 2013 se ha continuado avanzando en los trabajos de la *Enhanced Disclosure Task Force*, una iniciativa privada promovida por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB en inglés) con el objetivo de desarrollar principios para mejorar la información que las entidades comunican al mercado, explorar vías para facilitar la comparabilidad de la información financiera e identificar las mejores prácticas en la comunicación de información de riesgo. Por último, las autoridades tienen el foco puesto en reformas encaminadas a mejorar el gobierno corporativo y la gobernanza de la toma de decisiones, con medidas como una cultura sólida de riesgos o un marco adecuado de apetito por el riesgo, aspectos que se consideran clave para reforzar la robustez de las entidades y garantizar la estabilidad financiera. Con ello se pretende, además, facilitar una supervisión efectiva, ya que la mejor regulación sin una supervisión adecuada no daría los resultados esperados.

— *Gestión del riesgo sistémico y marcos de resolución bancaria.* Se ha avanzado mucho en este campo. A las entidades consideradas como sistémicas (cuya crisis puede arrastrar a otras entidades o causar un daño severo a la economía real) se les exige de forma específica más capital, una supervisión más intensiva, unos planes preventivos de recuperación y resolución y unos colchones de capacidad de absorción de pérdidas para la fase de resolución. Este último punto será un importante campo de trabajo durante 2014 a nivel internacional. Pero lo cierto es que de forma más general se han adoptado numerosas medidas que pretenden mitigar los efectos del riesgo sistémico. Una de las más relevantes es la aprobación en muchos países desarrollados

de marcos de resolución bancaria claros y predecibles, orientados a evitar que los contribuyentes soporten la carga de las crisis financieras. Dichos marcos se basan en la absorción de pérdidas por parte de los accionistas y acreedores de las entidades (conocido como *bail in*, en contraposición al rescate público o *bail out*). Las entidades deberán acumular un mínimo nivel de deuda *senior* que podrá ser sometida a *bail in* en caso de crisis y el sector en su conjunto deberá financiar un fondo de resolución que pueda actuar como respaldo en caso necesario. Complementariamente, se refuerzan las medidas preventivas, a través de la elaboración de planes de recuperación y resolución para facilitar soluciones rápidas y sin contagio en caso de crisis. Se prevé también la creación de nuevas autoridades de resolución nacionales. Otras medidas encaminadas a reducir el riesgo sistémico incluyen la reforma del mercado de derivados OTC —que busca centralizar la negociación de productos estandarizados en mercados organizados y la compensación a través de cámaras centrales de contrapartida—. Por último, las reformas estructurales aprobadas en EE.UU. (Volcker) y muchos Estados miembros de la UE regulan la separación entre las actividades de banca de inversión y las de banca tradicional. En todo caso, la propuesta de la Comisión Europea debería servir para armonizar la legislación europea.

3. Los retos regulatorios y reformas pendientes

Pese a la intensidad regulatoria de los últimos años, determinados ámbitos requieren un trabajo adicional. La agenda regulatoria de los próximos años vendrá marcada por los siguientes temas:

- Uno de los retos más evidentes es la regulación de la *banca en la sombra*. En efecto, la combinación de la presión regulatoria en la actividad bancaria tradicional y el ahorro de costes que proporciona la tecnología allana el camino para la participación de nuevos agentes en segmentos del sistema financiero no regulados, que hasta ahora ha operado con menores controles, lo que podría dar lugar a futuros focos de vulnerabilidad si no se supervisan correctamente.
- La reducción de la dependencia respecto de las *agencias de rating* ha sido otro de los objetivos cen-

trales de la reforma regulatoria. Se avanza tímidamente y, pese a las medidas adoptadas, apenas se ha conseguido reforzar la competencia de este sector de marcado carácter oligopolístico, ni reducir la proclividad de su comportamiento, ni la dependencia recurrente de los inversores (y lo que es más grave, de la propia regulación financiera) respecto de las valoraciones de las agencias.

- La *protección al consumidor* tiende a verse reforzada a través del conjunto de reformas comentadas más arriba (en la medida en que reducen los riesgos sistémicos y la posibilidad de recurrir al dinero de los contribuyentes), así como, de manera más directa, mediante la creación de nuevas autoridades que velan por las garantías de los consumidores e inversores. Conviene no olvidar, no obstante, que la mejor protección para el consumidor es un sistema financiero eficiente y competitivo, que proporcione una adecuada remuneración al ahorro y crédito a bajo coste. Algunas de las líneas de reforma emprendidas tienden a encarecer este coste de intermediación financiera, por lo que es necesario mantenerse vigilantes sobre sus posibles efectos indeseados.
- La política de *supervisión macroprudencial* ha experimentado un impulso institucional claro con la creación de nuevas autoridades encargadas de esta misión, pero la calibración de instrumentos requiere todavía de investigación adicional.
- La *tecnología* es el factor que marcará la transformación real del sector financiero como parte de un proceso continuo de innovación que define nuevas relaciones con los clientes y nuevos modelos de negocio. Nuevas tendencias como el almacenamiento en la nube, la banca móvil, el uso de la información bancaria (*bigdata*) o la personalización de los servicios son hoy una realidad gracias a la tecnología, pero la regulación todavía no ha abordado estas cuestiones. Es uno de los grandes retos regulatorios para los próximos años que deberá dar respuesta a preguntas como: ¿qué incentivos se debe dar a los nuevos jugadores sin alimentar la banca en la sombra? o ¿cómo se asegura un terreno de competencia equilibrado entre empresas genuinamente tecnológicas y la banca tradicional?

Finalmente, no se puede hablar de los retos regulatorios sin hacer referencia a los riesgos que conlleva la reforma regulatoria. El activismo regulatorio ha generado, entre otros, problemas de extraterritorialidad, inconsistencia regulatoria entre jurisdicciones, solapamiento de medidas o cierta renacionalización de los sistemas financieros que dificulta la actividad de los bancos globales. Estos riesgos podrían poner en peligro la eficacia de la reforma regulatoria, por lo que es necesario adoptar medidas correctoras. La coordinación internacional entre autoridades resulta indispensable, así como la promoción del reconocimiento mutuo y la calibración coordinada de normas que aseguren la consistencia regulatoria. Además, es imprescindible llevar a cabo un análisis acumulado de las reformas antes de adoptar nuevas medidas, ya que lo contrario puede llevar a un exceso de regulación que haga que el justo equilibrio entre eficiencia y seguridad del sector acabe lastrando la eficiencia. Y solo la eficiencia garantiza la seguridad del sistema financiero a largo plazo.

4. El caso europeo: la unión bancaria

2013 ha supuesto un impulso decisivo para la unión bancaria, sin duda una de las reformas de más calado en el diseño institucional de la Unión Europea desde la creación del euro. El proyecto surge para acabar con la fragmentación de los mercados financieros —incompatible con un adecuado mecanismo de transmisión de la política monetaria y, a la larga, con la viabilidad del euro— y romper el vínculo entre el riesgo soberano y bancario. En poco tiempo se han conseguido grandes progresos en tres de los cuatro elementos que componen la unión bancaria:

- Primero, unas reglas comunes de juego. Este es un pilar que se aplica a la UE-28 en su conjunto y se consigue a través de directivas que armonizan la legislación. Es el caso de la Directiva de adecuación de capital (CRD-IV), de la de recuperación y resolución de entidades de crédito o de la Directiva de fondos de garantía de depósitos. Pero la zona euro necesita ir más allá de la mera armonización, necesita integración total y cesión de soberanía. Esto es lo que se aborda con el resto de pilares.

- Segundo, la supervisión única. El BCE va a posibilitar una cultura supervisora única, lo que ayudará a evitar prácticas de *ring fencing* que ocurrieron durante la crisis (limitar el riesgo de entidades financieras del núcleo de la eurozona frente a las de la periferia). Tras la aprobación final del mecanismo de supervisión única en octubre de 2013, el reto inmediato del BCE es el ejercicio de revisión integral de balances que le ayudará a marcar una línea entre los problemas del pasado, que deberán ser gestionados a nivel nacional, y los problemas del futuro, que deberán ser abordados de forma mutualizada en Europa. Los elementos indispensables para garantizar el éxito del ejercicio son robustez, transparencia y el establecimiento de apoyos nacionales, por si fueran necesarios una vez agotadas las vías privadas, incluido el *bail in* parcial previsto en las nuevas normas de ayuda de estado europeas.

- Tercero, una resolución única. Este pilar está en fase de diseño y negociación. El acuerdo alcanzado en el Consejo Europeo de diciembre 2013 es un avance importante, pero ahora dará paso a la negociación entre Parlamento y Consejo, que deberá cerrarse en un tiempo récord en mayo de 2014. El resultado final de estas negociaciones debe establecer una autoridad única de resolución europea, así como con un fondo de resolución único financiado por las propias entidades que permita la mutualización de los costes de resolución tras aplicar un régimen de *bail in* completo a partir de 2016.

- Cuarto, el fondo de garantía de depósitos único, que inicialmente estaba en la hoja de ruta hacia una unión bancaria, pero en la actualidad no está sobre la mesa de negociación.

En todo caso, la unión bancaria es una condición necesaria pero no suficiente para romper el círculo vicioso. En el futuro se necesitarán nuevos pasos hacia una unión fiscal y política.

5. Conclusiones

— La reforma regulatoria emprendida como resultado de la crisis es necesaria para corregir los excesos observados. La mayor parte de las líneas de reforma son adecuadas, aunque su efecto combinado resulta imposible de estimar, lo que aconseja prudencia y gradualismo en la implementación.

— El exceso de celo regulador comporta costes y riesgos que es preciso tener en cuenta. No debe perderse de vista que la regulación financiera siempre debe buscar un equilibrio entre seguridad y eficiencia, y cualquiera de los extremos es igualmente peligroso.

— Es necesario asegurar la consistencia internacional de la reforma, ya que regulaciones incoherentes generarán una fragmentación financiera sumamente costosa. Debe evitarse también que una regulación demasiado pesada sobre la intermediación financiera tradicional termine alentando el desarrollo del sistema financiero en la sombra.

— Europa tiene problemas particulares, en parte como resultado de que la fragmentación financiera es especialmente dañina e incompatible en última instancia con el euro. El avance hacia la unión bancaria es crucial. Se han dado pasos importantes en 2013, que será preciso profundizar en 2014. En última instancia este proceso requiere una mutualización de los riesgos y ciertos elementos de unión fiscal.

BIBLIOGRAFÍA

- Abascal, M.; T. Alonso y S. Mayordomo (2013), «Fragmentation in European financial markets: measures, determinants and policy solutions», *BBVA Research Working Paper*, 13/22.
- Fernández de Lis, S. y A. Rubio (2013), «Tendencias a medio plazo en la banca española», *BBVA Research Working Paper*, 13/33.
- Sicilia, J.; S. Fernández de Lis y A. Rubio (2013), «Unión Bancaria: elementos integrantes y medidas complementarias», *BBVA Research Working Paper*, 13/26.

SISTEMA FINANCIERO Y FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Jesús Sainz

Técnico Comercial y Economista del Estado. Secretario General del Círculo de Empresarios

RESUMEN

La actual crisis económica ha puesto de manifiesto que, desde el punto de vista de la empresa, el sistema financiero español adolece de una debilidad fundamental, muy relacionada con la financiación del tejido empresarial de nuestro país. Se trata, concretamente, del excesivo protagonismo dentro de la misma que ha adquirido el crédito bancario a lo largo de los años. El reformado sistema financiero que surja de esta crisis debería poner más énfasis en proporcionar capital a las empresas y buscar una estructura de financiación empresarial más equilibrada entre recursos propios, deuda corporativa y crédito bancario no solo para las grandes corporaciones sino también, y sobre todo, para las pequeñas y medianas empresas.

PALABRAS CLAVE

Financiación empresarial, Crédito bancario, Deuda corporativa, Mercado alternativo bursátil y Mercado alternativo de renta fija, Capital riesgo.

El proceso de modernización del sistema financiero español, que se inició en la década de 1980, supuso la liberalización del mismo y la adaptación de su regulación a las exigencias y necesidades de la participación de España en la unión monetaria europea. Fruto de esta modernización fue el proceso de desintermediación del sector bancario español como consecuencia de la aparición de nuevas instituciones financieras como, por ejemplo, los fondos de inversión, para canalizar el ahorro de los ciudadanos y las empresas hacia las actividades productivas.

Estos cambios, que ampliaron el abanico de posibilidades de ahorro de los españoles, no se tradujeron, sin embargo, en una modificación sustancial de la estructura de financiación de las empresas. Por el contrario, a pesar de las reformas, la financiación del sector empresarial, en especial la de las empresas cuyas acciones no cotizan en Bolsa, empezó a depender de forma excesiva del crédito bancario. Esa dependencia, además, se ha incrementado a lo largo del tiempo mientras que las posibilidades de obtener recursos financieros mediante otro tipo de vías, como la emisión de títulos de deuda corporativa, o de acciones, que coticen en algún tipo

de mercado regulado, siguen siendo escasas y apenas han mejorado a lo largo de los años.

En los dos últimos decenios la financiación bancaria para las sociedades no financieras ha venido representando entre un 70% y un 80% sobre el total de la financiación. En Estados Unidos, en cambio, ese porcentaje ha oscilado alrededor del 30%, mientras que en Alemania y Francia se ha reducido de forma paulatina hasta situarse en el entorno del 50%. Este hecho ha implicado que la empresa española haya tenido que asumir mayores costes financieros que las de la mayor parte de miembros de la zona euro debido al aumento del diferencial de tipos de interés, que fue del entorno de los 60 puntos básicos para las grandes compañías y de los 110 puntos básicos para las pequeñas y medianas empresas.

El origen de este problema obedece a tres causas fundamentales: la estructura de la financiación de la economía durante su última etapa de expansión, el tamaño medio de la empresa española y la falta de neutralidad fiscal en el tratamiento de los intereses y los dividendos.

Por lo que se refiere a la financiación de la economía, el fuerte crecimiento que experimentó la misma entre 1994 y 2007 vino de la mano, en gran medida, de una inversión empresarial que se incrementó a una tasa media anual del 6% y que aportó el 30% del crecimiento del PIB durante ese periodo. Dicha expansión se produjo gracias a una enorme expansión del crédito bancario al calor de unos tipos de interés en descenso casi constante como consecuencia de dos factores:

- En primer lugar, de las medidas de saneamiento macroeconómico adoptadas por el Gobierno para que España se pudiera incorporar, desde el primero momento de su existencia, a la unión monetaria europea.
- En segundo término, porque la entrada en vigor de la propia unión monetaria europea estimuló los movimientos de capitales intra zona euro debido a la desaparición tanto del riesgo cambiario como de las primas de riesgo de los tipos de interés de los diversos países al considerar los mercados que la unión monetaria europea era una zona de estabilidad financiera y que, en caso de problemas financieros con algún o algunos de los Estados miembros del euro, los demás acudirían a su rescate.

La empresa española aprovechó estas circunstancias para obtener recursos financieros baratos que el sistema bancario obtenía en otros países de la zona euro y ponía a disposición de la empresa española de forma masiva.

A su vez, y por lo que se refiere al tamaño de la empresa española, hay que tener en cuenta que cuanto más pequeña es la empresa más difícil acceso encuentra a fuentes de financiación distintas del crédito bancario. España es un país en el que el 95% de su tejido empresarial está formado por pequeñas y medianas empresas, que aportan el 60% del PIB y el 80% del empleo. En consecuencia, esta estructura del tejido empresarial se convirtió también en un elemento que propició la expansión del crédito bancario, dadas las dificultades con que se encuentra la pyme para acceder a otras fórmulas diferentes de financiación.

Por último, y en lo que a la fiscalidad se refiere, la decisión para la empresa entre financiarse mediante créditos bancarios o a través de la emisión de acciones no

ha sido neutral, en tanto que los intereses pagados por los créditos bancarios han sido deducibles a efectos del Impuesto de Sociedades, mientras que la retribución a los accionistas a través de los dividendos no lo es. Por ello, la empresa española también optó por el crédito frente a la ampliación de capital.

Esta situación, sin embargo, empieza a corregirse, al menos en parte, tras las limitaciones a esas deducciones introducidas en los últimos años en la normativa tributaria con el fin de amortiguar este trato discriminatorio. No obstante, sería interesante considerar la idea, que ya ha introducido Bélgica y están estudiando algunos países como Brasil, de entender los dividendos como una tipología particular de intereses que retribuyen la financiación vía capital, con el fin de que puedan ser considerados también como deducibles por parte de las empresas.

Todo lo anterior dio lugar a un fuerte crecimiento de la deuda empresarial, que en 2012 llegó a situarse en el 134% del PIB, para caer a finales de 2013 en torno al 100% del PIB, de acuerdo con los datos del Banco de España. A pesar de la rapidez con que se está efectuando el proceso de despalancamiento, el ratio de deuda sobre Ebitda de las empresas españolas también a finales de 2013 era, todavía, de 5,5, según los datos del Informe Mundial de Estabilidad Financiera que elabora el FMI, cuando un valor de dicho ratio superior a 3 ya se considera una situación crítica.

Según los datos del Banco de España, la financiación bancaria para las sociedades no financieras ha caído del 72% en el 2008 al 60% en noviembre de 2013, un 60% sobre el total, consecuencia de una disminución en términos absolutos de 291.344 millones de euros, solo parcialmente compensada por el incremento en 48.408 millones de euros de las emisiones de bonos corporativos y las ampliaciones de capital de las grandes empresas (cuadro 1).

Todo ello refleja cómo el exceso de financiación vía créditos bancarios convirtió a la empresa española en extremadamente vulnerable a los problemas relacionados con su financiación, en especial porque sus elevados niveles de endeudamiento resultan difícilmente sostenibles si, al mismo tiempo, se restringen

Cuadro 1
Financiación empresarial

	Financiación bancaria	% total	Emisión de bonos	% total	Préstamos del exterior	% total	Ampliaciones capital	% total	Total
2008	954.134	72%	41.063	3%	310.721	24%	16.894	1%	1.322.812
2013 (noviembre)	662.790	60%	82.158	7%	339.971	30%	36.052	3%	1.120.971
Variación absoluta	-291.344	—	41.095	—	29.250	—	19.158	—	-201.841

Fuente: BdE y BME (2013).

las fuentes de ingresos y de financiación como consecuencia de la crisis, que es lo que ha sucedido en el caso de nuestro país, al registrarse una caída del crédito bancario de un 44% en el periodo 2008 a noviembre 2013 (gráfico 1).

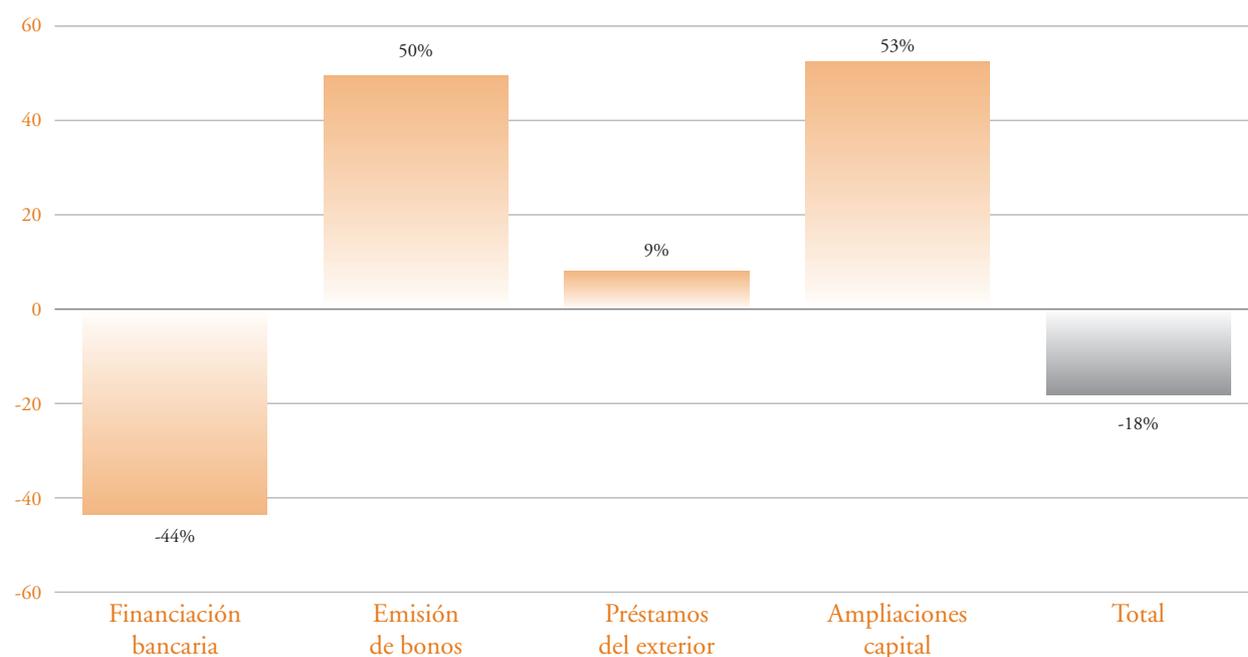
Asimismo, la falta de financiación bancaria y la necesidad de los fondos de capital riesgo de apalancarse para realizar sus inversiones han provocado que el volumen de inversión del capital riesgo retroceda desde

2008 hasta 2013 un 43,7%, de 3.026 millones de euros a 1.701 millones (Ascri, 2009 y 2014).

La vulnerabilidad de las empresas españolas se convierte, también, en una debilidad del sistema crediticio en tanto que las dificultades financieras de la empresa afectan al balance de los bancos y cajas de ahorros a través de la morosidad. A finales de 2013, esta se situó en el 13%, de acuerdo con los datos del Banco de España, el porcentaje más alto de los últi-

Gráfico 1
Financiación empresarial (tasa de variación 2013 noviembre-2008)

Datos en porcentaje



Fuente: BdE y BME (2013).

mos cincuenta años. Este incremento de la tasa de morosidad obliga a las instituciones financieras a dedicar más recursos a provisiones por posibles fallidos, lo que contrae el crédito todavía más. Pero si el crédito se reduce habrá más empresas en dificultades que acaben en situación de suspensión de pagos o concurso de acreedores, con lo que la morosidad volvería a incrementarse. De esta forma se crea un círculo vicioso en el que una crisis del sistema financiero provoca una crisis empresarial, una crisis empresarial provoca una crisis del sistema financiero y ambas, a su vez, se autoalimentan una a la otra, como viene sucediendo en España desde 2008 debido a la fuerte dependencia empresarial del crédito bancario.

Desde el punto de vista empresarial, la lección que debe extraerse de esta crisis es la necesidad de transformar el sistema financiero, de forma que se potencie la diversificación de fuentes de financiación de la empresa española. Se trata, fundamentalmente, de que el sistema financiero aporte bastante más capital en lugar de tanto crédito, algo que tiene una gran importancia en estos momentos.

Se trata, en primer lugar, de romper esa dinámica perniciosa crisis bancaria-crisis empresarial-crisis bancaria. Pero se trata, también, de impulsar la salida de la crisis y la modernización de la empresa española. Para ello es necesario que la empresa aumente su tamaño medio, que haya cada vez más empresas medianas y menos empresas pequeñas.

Pero este proceso de crecimiento y transformación solo será posible, en muchos casos, si las empresas pueden contar con una base de capital más amplia que le permita financiar sus planes de expansión a medio y largo plazo, lo que no siempre es posible ni conveniente hacerlo a través del crédito bancario porque un revés puede dar al traste con los planes y provocar que el peso de la deuda bancaria sobre el conjunto del balance sea insoportable y condene a la compañía al concurso de acreedores.

En última instancia se trata de que las empresas puedan combinar capital, deuda corporativa y crédito bancario como fuentes de financiación, de forma equilibrada y de acuerdo con sus características y necesidades. Para que esto sea posible es necesario, por supuesto, que existan entidades financieras sanas que aporten esos

recursos. Pero igualmente importante resulta también la existencia de procedimientos de emisión de deuda y acciones más próximos a las posibilidades reales de las empresas, ya que una de las razones por las que la pyme se ve abocada a acudir al crédito bancario es por el elevado coste que tiene para ella la emisión tanto de títulos de deuda como de acciones.

Junto a ello, debe promoverse la existencia de mercados adecuadamente supervisados que permitan acceder a los títulos emitidos tanto a los inversores institucionales como a los minoristas y, al mismo tiempo, aporten liquidez a dichos títulos.

En la actualidad ya existe el MAB (Mercado Alternativo Bursátil), un mercado regulado y supervisado, que facilita financiación a las pymes en expansión a través de su salida a cotización y que cuenta con una regulación especial para que las Sicav y las sociedades de capital riesgo puedan participar en la financiación de dichas empresas. En el primer semestre de 2013 el MAB ha superado los 1.000 millones de capitalización, cifra que en el 2012 se situaba ligeramente por encima de los 500 millones de euros (Integra, 2013). Las medidas que han puesto en marcha el Gobierno y varias comunidades autónomas para incentivar la salida a cotización de las pymes han de ser bien recibidas por lo que tienen de contribución a la diversificación de la financiación empresarial.

Otra posible alternativa a la financiación bancaria sería la financiación a través de la emisión de títulos de renta fija. La empresa española, sin embargo, tampoco suele utilizar esta vía, con la excepción de las grandes corporaciones. Las razones para ello son varias: los costes de emisión resultan demasiado altos para las empresas pequeñas y medianas, no existe una base amplia de inversores institucionales a los que poder apelar en busca de capital, faltan instrumentos de inversión para canalizar el ahorro de los inversores minoristas hacia este tipo de activos y hasta la reciente creación del MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) faltaba un mercado organizado, regulado y supervisado que dotara de liquidez a este tipo de títulos.

Siguiendo la experiencia europea, el MARF tiene como objetivo que las compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocio puedan financiarse a través de la emisión de

títulos de deuda corporativa. Prevé una captación de fondos del 0,1% del PIB, cifra similar a la de Alemania del 0,13% (Guijarro y Mañueco, 2013). No obstante, para que estas iniciativas deparen los frutos que se espera de ellas deben adoptarse medidas encaminadas a fomentar y ampliar la base inversora potencial, así como la salvaguardia de unos requisitos mínimos de calidad y transparencia por parte de las empresas que acudan a estos mercados. Además, debería establecerse un conjunto de incentivos fiscales adecuados, tanto en el IRPF como en el Impuesto de Sociedades, para los inversores que participen en estos mercados con el fin de impulsar la actividad en los mismos.

Esos incentivos fiscales han demostrado ser, en los países de nuestro entorno, una forma eficaz y eficiente de captación de fondos para inversiones en activos de mayor riesgo y menos líquidos. Gran Bretaña y Francia, por ejemplo, aplican esta fórmula desde hace 18 y 8 años respectivamente y la capacidad de sus pymes de financiarse en los mercados ha mejorado de forma más que notable.

Desde esta perspectiva, supone un avance importante que cuatro comunidades autónomas —Aragón, Cataluña, Galicia y Madrid— hayan introducido fórmulas para que el inversor particular pueda deducirse en la cuota del IRPF la inversión en acciones de empresas que cotizan en el MAB. Estas medidas deberían extenderse al conjunto del territorio nacional e incluir, también, la exención de tributación de las ganancias de capital en el caso de reinvertirse nuevamente en acciones de este mismo tipo. Por lo que se refiere al Impuesto de Sociedades, debería mejorarse el tratamiento de los dividendos y plusvalías para equiparlos a los beneficios fiscales concedidos al capital-riesgo: exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de un año y deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.

La financiación a través del capital riesgo deberá verse favorecida por la aparición en mayo del 2013 de FOND-ICO, primer *Fondo de Fondos* de capital público, con el objetivo de promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que inviertan en pymes españolas, tanto en sus fases iniciales como en las fases más avanzadas de su desarrollo. Dotado con 1.200 millones de euros, se prevé que FOND-ICO per-

mitirá movilizar un total aproximado de 3.000 millones de euros de capital de origen nacional y extranjero.

Estos esquemas deberían completarse con el desarrollo de nuevos sistemas de financiación que faciliten la creación de nuevas empresas, como el *crowdfunding* que está teniendo bastante éxito en Estados Unidos. Este sistema está basado en plataformas web abiertas al público inversor en las que se facilita el encuentro entre demandantes y oferentes de recursos financieros, pueden cumplir una importante función como *incubadoras bursátiles*.

A su vez, los *business angels* podrían contribuir de forma significativa a la creación de un nuevo entorno de financiación para la empresa naciente y para la pyme. Los incentivos fiscales introducidos por la Ley de Emprendedores para las inversiones en empresas de nueva o reciente creación mediante una deducción de la cuota estatal del IRPF deberá contribuir al desarrollo de esta fuente de financiación muy arraigada en los países anglosajones.

Si bien de momento la financiación aportada por todos estos instrumentos (MAB, MARF, capital riesgo, *crowdfunding* y *business angels*) no son cantidades significativas dentro de las necesidades totales de financiación del sector empresarial, todas las medidas que puedan adoptarse para desarrollar el crecimiento de estas fuentes de financiación serán beneficiosas para completar una estructura del sistema financiero más centrada en aportar capital a las empresas y disminuir su dependencia del crédito bancario.

BIBLIOGRAFÍA

- Ascri (2009), «Capital Riesgo & Private Equity en España», *Informe anual 2009*.
- (2014), «Estimación cifra 2013», Nota de Prensa, 9 de enero de 2014.
- Banco de España, (2010), «Indicadores económicos», *Boletín Económico*, diciembre 2010, Madrid.
- (2013), «Indicadores económicos», *Boletín Económico*, diciembre 2013, Madrid.
- Bolsa y Mercados Españoles (BME), (2013), «La financiación», *Informe de mercado 2013*.
- Guijarro, P. y Mañueco, P. (2013), «MARF: perspectivas y riesgos para el nuevo mercado», *Cuadernos de Información Económica: la expansión internacional de la empresa española*, núm. 237, FUNCAS, noviembre/diciembre 2013.

La revista **ECONOMISTAS** está disponible en Internet

www.revistaeconomistas.com



Características

- Acceso a todo el histórico de la revista. ¡Desde el número 1!
- Búsqueda de artículos:
 - ✓ Por número de la revista
 - ✓ Por autor
 - ✓ Por texto
- Posibilidad de comentar artículos y contactar con sus autores.

Los colegiados podrán acceder a la versión on-line de la revista solicitando al Colegio la clave de acceso, si aún no la tienen.

Por otra parte, aquellos que en lo sucesivo no deseen recibir la revista en edición papel, deberán comunicarlo al Colegio por e-mail: cem@cemad.es, correo postal: Flora, 1. 28013 Madrid, o Fax: 91 559 29 16.



SECTOR PÚBLICO

Coordinador

José M^a Espí

*Departamento de Hacienda y
Economía Pública, UAM*

NECESIDAD DE REGLAS FISCALES QUE GARANTICEN LA AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Maximino Carpio García

Catedrático de Economía Aplicada, UAM

RESUMEN

En una unión monetaria en la que las políticas fiscales están descentralizadas y la política monetaria se instrumenta de forma centralizada la coordinación entre ambos tipos de políticas solo es posible si desde un primer momento se establecen unas reglas claras y adecuadas que aseguren la disciplina presupuestaria y se aplican con rigurosidad las sanciones previstas en caso de incumplimiento. A juzgar por los resultados alcanzados y los acontecimientos vividos en el seno de la UEM en los últimos años, la gobernanza presupuestaria de la eurozona ha adolecido de ambos defectos: reglas poco claras y falta de contundencia a la hora de la aplicación de los mecanismos correctores, como lo prueba el hecho de que nunca se hayan impuesto sanciones.

PALABRAS CLAVE

Restricción presupuestaria, Sostenibilidad de las finanzas públicas, Saldo primario, Reglas fiscales.

La consecución de un nivel adecuado de colaboración entre una política monetaria centralizada y las múltiples políticas fiscales descentralizadas, tal como se ha configurado el marco institucional de la UEM, solo es posible si se diseña desde el principio un conjunto de reglas fiscales que impidan que los desequilibrios de las finanzas públicas acaben condicionando la ejecución de la política monetaria. A partir de las experiencias vividas en los últimos años en el seno de los países que conforman el eurogrupo se llega a la conclusión de que o las reglas de disciplina fiscal no fueron adecuadamente diseñadas o que lo que ha fallado ha sido la aplicación de las mismas. A este respecto, el Banco Central Europeo, en su *Boletín Mensual* de julio de 2012, se hacía eco de los desajustes recientes al afirmar que *si bien lo ideal sería que la política fiscal y la política monetaria se reforzaran mutuamente, la crisis de la deuda soberana de la zona euro ha puesto de manifiesto lo contrario, es decir, que unas finanzas públicas insostenibles y unos niveles de deuda elevados pueden obstaculizar la ejecución de una política monetaria orientada a la estabilidad* (1).

Desde que en el Tratado de Maastricht se fijaran los cinco criterios (dos de ellos referidos a las finanzas pú-

blicas) que tenían que cumplir las economías que quisieran acceder a la tercera fase de la Unión Monetaria para compartir la misma moneda y la misma política monetaria, se ha venido discutiendo sobre la procedencia de dichos criterios, sobre todo los relativos a asegurar la consecución y el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas. Mucho se habló en aquellos momentos de las condiciones que definen la existencia de áreas monetarias óptimas y del no cumplimiento de varias de ellas por parte del conjunto de países que aspiraban a formar la Unión Monetaria. También se discutió en los más variados foros sobre si, una vez establecida la moneda única y centralizada la política monetaria, quedaban en manos de los gobiernos nacionales los instrumentos suficientes para hacer frente a posibles futuras crisis asimétricas.

Una pregunta que se planteó desde el momento del establecimiento de las reglas de disciplina presupuestaria fijadas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) es la de si dichas reglas contenían los suficientes elementos de flexibilidad como para permitir que las políticas fiscales nacionales cumplieran con el objetivo de hacer frente a las perturbaciones asimétricas que pudieran afectar de forma especial a una economía nacio-

nal. Esto solo es posible —se afirmaba entonces—, sin salirse de los márgenes impuestos por el PEC, si la situación presupuestaria está lo suficientemente saneada en los periodos de crecimiento del PIB próximos al crecimiento tendencial, dadas las elasticidades de los ingresos y gastos públicos con relación al PIB, es decir, si los saldos estructurales estaban previamente equilibrados. En consecuencia, se consideraba que el objetivo que debería haberse fijado a medio plazo para las cuentas públicas no debió ser el de que la situación presupuestaria estuviera próxima al equilibrio, como decía el artículo 3.2 del Reglamento de la UE 1.466/97, sino el de que el componente estructural del saldo, bajo cualquier situación de crecimiento del PIB, estuviera equilibrado o, incluso, bajo ciertas circunstancias, que arrojara un superávit, aunque fuera reducido.

Esta forma de proceder hubiera obligado desde el principio a diferenciar entre los componentes estructural y cíclico del saldo presupuestario, lo que hubiera permitido, a su vez, un mayor margen de maniobra para la intervención de los llamados *estabilizadores automáticos*, como se venía defendiendo desde distintas instancias, comenzando por las publicaciones del Banco Central Europeo (2).

A cambio de ello, como se sabe, se fijó un límite al déficit público total (el 3% del PIB de cada país) y otro a la deuda pública (el 60% de la misma macromagnitud), que no se podían sobrepasar, primero para formar parte de los países que crearían la moneda común fundiendo sus divisas nacionales y, después, una vez dentro del euro, para no incurrir en las sanciones, incluso pecuniarias, diseñadas para aplicar a aquellas economías que sobrepasaran dicho límite (en un primer momento solo para los casos en los que se sobrepasara el nivel marcado para el déficit y se fueran sometidos al procedimiento de déficit excesivo).

Una pregunta que se ha formulado desde distintas instancias y sobre la que no se encuentra una respuesta más o menos convincente en los documentos comunitarios es la que hace referencia a las magnitudes en las que se concretó inicialmente la separación entre los países que se consideraba que tenían unas finanzas públicas saneadas o sostenibles y los que no; es decir, ¿por qué el 3% del déficit público y el 60% de la deuda

pública marcan la línea divisoria entre la sostenibilidad y la insostenibilidad de las finanzas públicas? ¿Por qué el 3% y no el 2% o el 4%, en cuanto al déficit? ¿Y por qué el 60% y no el 70% o, incluso, el tan controvertido 90%, en cuanto a la deuda? Dichas magnitudes, después de más de veinte años en que quedaron consignadas en el Tratado de Maastricht, siguen siendo las de referencia a efectos de determinar si las finanzas públicas de una economía se encuentran en una situación de más o menos riesgo.

En mi opinión, una aproximación a la justificación de ambos límites podría hacerse a partir del concepto de restricción presupuestaria a largo plazo. En efecto, si partimos de la formulación de la restricción presupuestaria cuando t tiende a infinito, se puede llegar a la conclusión de que todo déficit primario del conjunto de las administraciones públicas mantenido a largo plazo acaba teniendo que ser financiado con aumentos de la base monetaria. Ello significa que si se mantienen en el tiempo los déficits primarios en países con una política monetaria centralizada, esta se verá condicionada por la necesidad acudir a la financiación de los mismos, lo que acaba poniendo en peligro su independencia y, sobre todo, pone en entredicho el cumplimiento del objetivo de mantener la estabilidad de precios. Por lo que la condición para asegurar la independencia entre unas políticas fiscales descentralizadas y una política monetaria centralizada es la de que a largo plazo los saldos primarios estén equilibrados o, lo que es lo mismo, que el único déficit que debe aflorar a largo plazo es aquel que venga determinado por la carga de intereses de la deuda en circulación, magnitud que, en los momentos en que se formuló la condición del 3% como límite al déficit nominal, estaba muy próxima a dicho nivel en varios países, entre ellos el nuestro, y también como media del conjunto de países que en aquellos momentos se proponían adoptar la moneda única.

Por lo que respecta al 60% establecido como límite para la deuda pública de los países que quisieran acceder al euro, aunque con bastante mayor margen en cuanto a las condiciones para su cumplimiento (3), se puede encontrar su justificación en el hecho de que este era el nivel que, en los momentos en los que se introdujo dicho valor en el Tratado de Maastricht, alcanzaba la

media de los países de la UE, nivel que se consideraba sostenible en aquellos momentos y que se pretendía que no fuera superado, como media, por los países que pasaran a participar del euro, para lo que era necesario que la deuda no siguiera creciendo en términos del PIB. El objetivo de estabilizar la deuda al nivel alcanzado en términos de PIB se conseguiría siempre que los saldos primarios de los países participantes en el euro no superaran en el futuro un cierto nivel, que sería precisamente aquel que, según la fórmula de sostenibilidad de la deuda, asegurara que esta, como porcentaje del PIB, no siguiera creciendo. Aplicando dicha fórmula, también derivada a partir de la definición de restricción presupuestaria, en un contexto en el que el crecimiento monetario del PIB y los tipos de interés de la deuda en circulación se movían en entornos similares, el saldo primario que garantizaba que la deuda no seguiría creciendo era un saldo próximo a cero que, por lo dicho más arriba, y dada la carga de los intereses de la deuda, venía a coincidir con un déficit nominal del 3%.

La no inclusión en la primera versión del PEC de la exigencia de reconducir los niveles de la deuda hasta el objetivo del 60% para aquellos países que lo hubieran superado, se puede deber al convencimiento de que si se tenía controlado el déficit, se tendría controlado indirectamente el crecimiento de deuda, lo que se hubiera cumplido siempre que, a su vez, se hubieran mantenido en el tiempo las tasas de crecimiento monetario del PIB y los intereses de la deuda viva en niveles similares a los existentes en el momento en que se formularon los límites comentados. Como se ha podido comprobar empíricamente, déficits nominales inferiores al 3% se pueden traducir en incrementos de la deuda en términos porcentuales del PIB, si se conjugan bajos crecimientos nominales de este con elevados tipos de interés de la deuda.

Es una opinión bastante generalizada la de que precisamente la carencia de unas reglas claras de gobernanza presupuestaria está en el origen de muchos de los problemas recientes ligados a los elevados desequilibrios de las finanzas públicas en los países del euro y, más en concreto, que la no disponibilidad de una regla que obligara a compensar con superávits en los momentos de coyuntura favorable los déficits excesivos acumulados en los momentos bajos del ciclo económico se ha traducido en que el objetivo de mantener equilibrado el presupuesto

a largo plazo no se haya cumplido. Esto ha dado lugar en muchas economías a una acumulación continua de deuda y no solo en los momentos de ciclo económico desfavorable. Ni siquiera en la reforma del PEC de 2005 se llegó a contemplar la posibilidad de ser considerado como un incumplimiento del criterio de estabilidad el hecho de que un país no afluera superávits presupuestarios en situaciones de crecimiento del PIB por encima del potencial o tendencial. Con esta forma de proceder no se establecieron las garantías necesarias para que se alcanzara el objetivo de equilibrio o superávit del saldo nominal a largo plazo. Precisamente esta falta de simetría en las reglas fiscales, exigiendo superávits en los momentos expansivos del ciclo que compensaran los déficits acumulados en las fases recesivas, se tradujo en que se desaprovecharan, por parte de muchos países entre los que no cabe incluir a España, los años de expansión previos al estallido de la crisis para haber afluado superávits presupuestarios que hubieran permitido hacer frente a los déficits posteriores con un mayor margen de maniobra por lo que se refiere a los niveles de deuda. A este respecto hay que advertir que el déficit presupuestario estructural para el conjunto de la zona euro era, para en el año 2007, equivalente al 2% del PIB de la zona y que la deuda del conjunto se situaba en el 66% de su PIB, solo seis puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en 1998, cuando se introdujo el euro.

Pronto se observó que, con las reglas de disciplina fiscal establecidas en la primera versión del PEC, en cuanto se endurecieron las condiciones económicas los saldos nominales de varios países sobrepasaron el 3% por efecto de los estabilizadores automáticos, como ocurrió ya en los primeros 2000 con Portugal y Alemania, en primer lugar, a los que pronto se unieron otros países, entre ellos Francia. El resultado de todo ello fue, en un primer momento, la suspensión de la aplicación del PEC, para proceder posteriormente y a su reforma, reforma que se tradujo en la flexibilización de las cláusulas de excepción. Inicialmente solo quedaban eximidos automáticamente de que se les sometiera al procedimiento de déficit excesivo, aunque el mismo superara el 3%, los países que se encontraran en una situación de recesión profunda, entendida esta como una caída del PIB de al menos el 2%, y, con el voto favorable de la mayoría, aquellos otros países cuya caída del PIB se situara entre el 0,7% y el 2%. Con la

reforma del PEC de 2005 se extendió la exención a cualquiera de los países con crecimiento negativo del PIB e, incluso, a aquellos con crecimientos por debajo del PIB tendencial durante un periodo prolongado de tiempo, que no se concretaba. Una prueba clara de la flexibilidad con que se ha aplicado el procedimiento de déficit excesivo es que nunca se impusieron sanciones.

Pero existe otra alternativa para fijar un criterio que permita juzgar sobre el cumplimiento o no del objetivo de la estabilidad de las finanzas públicas, en el sentido de sostenibilidad de la deuda pública, y que desde hace años viene siendo utilizada por algunos organismos internacionales, entre ellos el FMI, con el fin de garantizar la recuperación de los préstamos concedidos a los países con problemas en sus balanzas de pagos, opción también explorada por el Banco Central Europeo (4). El mecanismo que garantiza la sostenibilidad de la deuda y, en consecuencia, la posibilidad de hacer frente al pago de los intereses y el principal de la misma se basa en la fórmula de la sostenibilidad a la que se hizo referencia más arriba. Consistiría en establecer como límite del saldo primario para cada ejercicio presupuestario aquel valor (déficit o superávit) que asegura que la deuda pública no va a seguir creciendo sobre el nivel previo alcanzado. Este valor límite del saldo primario que estabiliza la deuda se puede calcular de manera sencilla, si se prescinde de otros factores que puedan incidir sobre el nivel de deuda, como pueden ser motivos extrapresupuestarios o la propia interacción entre déficit y deuda, como se indicó más arriba al tratar de justificar el nivel del 60% puesto como referencia tanto en el Tratado de Maastricht como en las sucesivas versiones del PEC.

En efecto, a partir de la restricción presupuestaria se llega a la conclusión de que el saldo primario que estabiliza la deuda, es decir, aquel que asegura que la deuda de un año no crecerá con relación a la del año anterior, viene determinado por la relación entre el crecimiento monetario del PIB, el tipo de interés medio ponderado de la deuda pública en viva y el nivel previo acumulado de deuda en términos del PIB.

Con la aplicación de la fórmula de la sostenibilidad de la deuda se llega a una serie de conclusiones, muy útiles para conocer los márgenes de actuación de la política fiscal, así como para interpretar los mensajes que están percibiendo los potenciales inversores en títulos de deuda soberana.

Por una parte, mientras la tasa de crecimiento monetario del PIB sea menor que el tipo de interés medio ponderado de la deuda en circulación, lo que nos transmite la aplicación de la fórmula de la sostenibilidad es que se necesita alcanzar superávit primario para que la deuda no siga creciendo. Dicho superávit, a su vez, tendrá que ser tanto mayor cuanto mayor sea la diferencia entre las magnitudes anteriores, es decir, cuanto más altos sean los tipos de interés y más bajas las tasas de crecimiento monetario del PIB; de tal forma que nada nos asegura que con un déficit nominal menor del 3% la deuda no siga creciendo. Otro motivo más para no considerar el límite del 3% impuesto a los déficits públicos significativo de nada en términos de estabilidad de sostenibilidad de las finanzas públicas.

En consecuencia, solo con crecimientos monetarios del PIB superiores a los intereses medios ponderados de la deuda comienza a ser compatible la existencia de déficits primarios con la reducción del nivel de deuda y, por tanto, mientras eso no ocurra el mensaje que se está enviando a los inversores preocupados por la sostenibilidad de la deuda de un país es negativo, aun con niveles de déficits nominales inferiores al 3%.

Finalmente, cuanto mayor sea el crecimiento monetario del PIB y menores los tipos de interés medios ponderados de la deuda, mayor será el margen presupuestario, medido en términos de saldo primario, y más probable es que la deuda comience a reducir su nivel en términos del PIB, sobre todo si las cuentas públicas se cierran con superávits primarios, como tuvimos ocasión de comprobar en el caso de España durante el largo periodo previo a última crisis en el que se mantuvieron saldos primarios positivos.

NOTAS

- (1) Banco Central Europeo: «Interacción entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, julio, 2012.
- (2) Banco Central Europeo: «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, mayo, 1999.
- (3) Bastaba, en el caso de que se hubiera excedido dicho límite, con que en el año del examen (1997) se hubiera reducido de forma significativa el nivel del año anterior, aunque siguiera superándose, incluso con creces, el nivel del 60%.
- (4) Banco Central Europeo: «Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona euro», *Boletín Mensual*, abril, 2012.

LA PERSISTENCIA DEL DESAHORRO PÚBLICO Y DEL DÉFICIT ESTRUCTURAL

Victorio Valle

UNED, FUNCAS

Reyes Navarro

UNED

RESUMEN

El artículo describe el comportamiento financiero de las administraciones públicas en 2013, su comparación con el año 2012, así como el déficit de cada una de las instituciones que integran el sector de las administraciones públicas.

Dado que el déficit efectivo previsto en todas las administraciones públicas deficitarias es mayor que el programado y que la deficiencia presupuestaria fundamental se sitúa por el lado de los ingresos públicos lo que genera un desahorro público voluminoso y un déficit estructural permanente, el artículo concluye con la tesis de que son necesarias medidas encaminadas a reducir la tasa de defraudación fiscal así como para estimular el crecimiento a largo plazo.

PALABRAS CLAVE

Cuenta de las administraciones públicas, Déficit público, Saldo cíclico, Saldo discrecional, Saldo estructural, Saldo ocasional, Gastos públicos, Ingresos públicos, Ahorro público, Endeudamiento.

1. Punto de partida

Como en años anteriores, la finalidad de este artículo es ofrecer una visión panorámica del comportamiento presupuestario de las administraciones públicas en el ejercicio 2013. Y, también como cada año, este propósito tropieza con la dificultad inicial de la ausencia de información completa sobre la liquidación presupuestaria en el momento de redactar estas páginas. Los indicios disponibles son, por una parte, el avance de la liquidación presupuestaria en la Administración central que se contiene en la documentación que acompaña al Proyecto de Presupuesto General del Estado para 2014 (el cuadro 1 ofrece un resumen de sus datos). Por otra parte, la liquidación presupuestaria de las comunidades autónomas, cuya última referencia es octubre de 2013 y las cuentas de las administraciones públicas, aún ancladas en el segundo trimestre del año.

A partir de la información disponible y de sus propias estimaciones FUNCAS ofrece una estimación de la cuenta de las administraciones públicas para 2013.

Dicha estimación, sobre la que realizaremos nuestro análisis, se ofrecen en el cuadro 2.

El simple repaso de la cifra del cuadro 2 nos permite destacar algunos rasgos iniciales en el comportamiento de las administraciones públicas para 2013 en comparación con el año 2012.

1. Los ingresos impositivos han aumentado ligeramente porque, pese a la reducción en la recaudación del Impuesto de Sociedades y en las cuotas sociales, el IVA, los impuestos especiales, el IBI y el IRPF han incrementado su aportación.

2. Los empleos no financieros han disminuido 3,25 puntos del PIB, lo que se debe en su práctica totalidad a la disminución del gasto en formación bruta de capital y especialmente en las ayudas a instituciones financieras.

3. El déficit (6,81% PIB) es similar al de 2012 (6,83) sin tener en cuenta las ayudas a instituciones financieras. Si se incluyen estas, el déficit previsible escala hasta el 7,30% del PIB frente al 10,63 de 2012.

Cuadro 1**Avance liquidación presupuesto
(Administración central), 2013**

Porcentaje del PIB

Recursos no financieros	14,0
Recursos corrientes	14,3
Recursos de capital	-0,3
Empleos no financieros	18,1
Empleos corrientes	17,0
Empleos de capital	1,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	4,1

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

4. Drástica reducción en las adquisiciones netas de activos financieros, lo que junto al menor déficit (incluyendo ayudas a instituciones financieras) reduce en más de diez puntos de PIB la necesidad de endeudamiento de las administraciones públicas españolas pese a lo cual 2013 se cierra con un nivel de endeudamiento público en el entorno del 94% del PIB.

2. Previsiones macroeconómicas

Las magnitudes presupuestarias se formulan en conexión con unas previsiones macroeconómicas de cuyo ajuste a la realidad depende el resultado final de la ejecución. Las previsiones iniciales del cuadro macroeconómico, en el momento de la presentación del presupuesto para 2013, la estimación del curso

Cuadro 2**Cuenta de las administraciones públicas, 2-12-2013**

Base 2008, IGAE, porcentaje del PIB

	2011 (P)	2012 (A)	2013 (F)
1. Total recursos no financieros	36,17	37,12	37,23
de ellos, ingresos tributarios	31,51	32,27	32,33
1.1. Recursos corrientes	36,21	36,98	37,20
1.1.1. Producción de mercado (a)	1,40	1,48	1,52
1.1.2. Impuestos s/ producción e importación	9,99	10,45	10,85
— IVA	5,43	5,40	5,74
— Transmisiones patrim. y actos jurídicos docum.	0,63	0,58	0,54
— Impuestos especiales de fabricación	1,97	1,93	2,11
— Impuesto sobre bienes inmuebles	0,96	1,09	1,19
— Otros	1,01	1,44	1,28
1.1.3. Intereses, dividendos y otras rentas prop.	0,97	1,01	1,09
1.1.4. Impuestos renta y patrimonio	9,67	10,25	10,17
— Hogares	7,80	8,03	8,13
— Sociedades y resto del mundo	1,87	2,22	2,04
1.1.5. Cotizaciones sociales efectivas	12,32	11,97	11,76
1.1.6. Cotizaciones sociales imputadas	1,01	1,03	1,09
1.1.7. Otras transferencias corrientes	0,86	0,79	0,72
1.2. Recursos de capital	-0,04	0,14	0,03
1.2.1. Impuestos de capital	0,37	0,37	0,36
1.2.2. Ayudas inversión y transferencias de capital	0,43	0,54	0,48
1.2.3. Ajuste por recaudación incierta	-0,84	-0,77	-0,80

Cuadro 2 (continuación)**Cuenta de las administraciones públicas, 2-12-2013**

Base 2008, IGAE, porcentaje del PIB

	2011 (P)	2012 (A)	2013 (F)
2. Total empleos no financieros	45,73	47,76	44,51
2.a. Total empleos PDE (b)	45,73	47,77	44,53
2.b. Total empleos sin intereses	43,22	44,73	41,05
2.1. Empleos corrientes	41,59	41,49	42,10
2.1.1. Remuneración de los asalariados	11,82	11,20	11,15
2.1.2. Consumos intermedios e imptos. producción	5,99	5,74	5,74
2.1.3. Subvenciones de explotación	1,12	0,99	0,96
2.1.4. Intereses y otras rentas propiedad	2,52	3,03	3,47
2.1.4.b. Intereses y otras rentas propiedad PDE (b)	2,52	3,05	3,48
2.1.5. Prestaciones sociales, exc. transf. especie	15,59	16,30	16,63
2.1.6. Transf. sociales especie, vía productores mercado	2,91	2,75	2,71
2.1.7. Otras transferencias corrientes	1,64	1,49	1,45
2.2. Empleos de capital	4,14	6,26	2,41
2.2.1. Formación bruta de capital (c)	2,86	1,80	1,37
2.2.2. Ayudas inversión y transferencias de capital	1,28	4,46	1,04
3. Cap. (+) o Nec. (-) Financ. (deficit) (1-2)	-9,56	-10,63	-7,30
3.a. Déficit/superávit protocolo déficit excesivo (d)	-9,56	-10,65	-7,30
3.b. Déficit/superávit primario (1-2.b)	-7,05	-7,60	-3,82
4. Adquisiciones netas de activos financieros (BdE-CF)	2,02	10,94	4,21
5. Necesidad endeudamiento (-3+4)	-11,59	-21,59	-11,52
6. Ajustes de valoración y otros (d)	-2,81	-7,26	-3,45
7. Deuda bruta (Deuda <i>t-1</i> -5+6)	70,39	85,90	93,97
Pro memoria			
8. Ayudas a instituciones financieras (empleos)	0,49	3,80	0,47
9. Total empleos no financieros exc. ayudas a instituc. financ.	45,24	43,95	44,04
10. Déficit sin ayudas a instituciones financieras	-9,07	-6,83	-6,81
11. Renta bruta disponible	15,86	15,67	15,25
12. Consumo público	21,24	20,18	20,16
13. Ahorro bruto (1.1-2.1)	-5,37	-4,51	-4,91
14. Impuestos s/ producción netos de subvenciones	8,87	9,45	9,89
15. Déficit AAPP centrales	-3,56	-9,04	-6,08
15.1. Estado y sus OAAA	-3,49	-8,05	-4,58
15.1.b. Estado y sus OAAA exc. ayudas a instituc. financ.	-3,00	-4,25	-4,11
15.2. Administraciones Seguridad Social	-0,07	-0,99	-1,50
16. Déficit comunidades autónomas	-5,22	-1,82	-1,70
17. Déficit corporaciones locales	-0,78	0,23	0,50

(P) Provisional, (A) Avance, (F) Previsión.

Fuente: INE, IGAE y FUNCAS.

Cuadro 3**Previsiones macroeconómicas para 2013**

Datos en porcentaje

	Inicial	Final	Consenso (enero 2014)
1. Crecimiento del PIB	-0,5	-1,3	-1,2
2. Aportación demanda nacional	-2,9	-3,2	-3,0
3. Aportación sector exterior	2,3	1,9	1,8
4. Variación empleo	-0,2	-3,4	-3,1
5. Deflactor del PIB	1,6	1,0	—

Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y FUNCAS.

real esperado de esas magnitudes cuando ya está finalizando el ejercicio (con motivo de la presentación del Proyecto de Presupuesto para 2014) y el consenso de los analistas que elabora trimestralmente FUNCAS se ofrecen en el cuadro 3.

No existe mucha información sobre la forma en que las previsiones de ingresos públicos y las estimaciones de gastos públicos se adecuan a la evolución de las magnitudes contenidas en el cuadro macroeconómico. Supuesto que la referencia al cuadro macroeconómico publicado sea estricta, la nueva evolución más ajustada a la realidad que hoy se maneja, más allá del cuadro inicial, apuntaría en forma natural hacia un mayor déficit del previsto, toda vez que los ingresos

públicos habrán crecido menos o habrán disminuido más de lo estimado ya que tanto la renta como el consumo han disminuido más de lo que inicialmente se estimaba. Por otra parte, la mayor caída del empleo habrá generado también mayores gastos por prestaciones de lo que se esperaba.

3. Objetivos del déficit

El ejercicio de 2013 se ha caracterizado presupuestariamente por la naturaleza cambiante del objetivo del déficit público. En el programa de Estabilidad y Crecimiento 2011-2014 se establecía un objetivo de déficit del 3% del PIB cuya composición institu-

Cuadro 4**Objetivos de déficit público**

Datos en porcentaje

	Programa 2011-2014	Programa 2012-2015	Programa 2013-2016	Objetivos finales Sep. 2013
Administraciones centrales	-2,1	-2,5	-3,7	-3,8
Seguridad Social	+0,4	0,0	-1,4	-1,4
Comunidades autónomas	-1,1	-0,5	-1,2	-1,3
Corporaciones locales	-0,2	0,0	0,0	0,0
Déficit AAPP	-3,0	-3,0	-6,3	-6,5

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad y Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

cional se alteró en el Plan 2012-2015. En abril de 2013 la Comisión Europea, teniendo en cuenta la evolución de las magnitudes de la economía española, prolongó dos años más (hasta 2016) el plazo para situar el déficit público por debajo del 3% del PIB. Aún más, en septiembre de 2013 incluso se volvió a elevar en dos décimas el objetivo global de déficit. El cuadro 4 nos ofrece las claves de ese objetivo cambiante.

En definitiva, se ha producido un relajamiento de las estrictas condiciones de ajuste presupuestario que ha tenido, sin duda, efectos estimulantes sobre la situación económica global.

4. Desequilibrios de las cuentas públicas

Como es bien sabido, la medida convencional del equilibrio o desequilibrio de las cuentas públicas es el déficit (o superávit) es decir, la diferencia negativa (o positiva) entre los ingresos y gastos públicos no financieros. Ese criterio general puede completarse con otros conceptos cuya previsión para 2013 se recogen en el cuadro 5.

En comparación con 2012, la situación previsible para el cierre de 2013 presenta cinco rasgos diferenciales.

1. El desahorro, es decir, la incapacidad de los ingresos por cuenta corriente para cubrir los gastos ordinarios de igual naturaleza, se ha acentuado ligeramente.

2. La mejora del déficit efectivo en 2013 se debe en su práctica totalidad a la reducción de las ayudas a las instituciones financieras.

3. El componente del déficit público imputable al empeoramiento de la situación económica (el componente cíclico) aumenta casi un punto y medio del PIB en 2013, reflejando el previsto empeoramiento de la situación. Un orden de magnitud similar aunque de signo contrario presenta la variación del componente discrecional del déficit. Se podría decir que en 2013 aunque el déficit público efectivo sin ayudas a entidades financieras fue similar al de 2012, se ha producido un cambio de cierto interés ya que el saldo discrecional ha experimentado una mejora importante (1,49% del PIB) aunque se ha visto compensado por un cambio de similar magnitud del componente cíclico por la peor situación económica que ha vivido la economía en 2013.

4. La menor necesidad de endeudamiento en 2013 respecto a 2012 deriva en su práctica totalidad de las menores facilidades financieras proporcionadas por las administraciones públicas a entidades financieras

Cuadro 5

Medidas de desequilibrio público

Porcentaje del PIB

	2012	2013	Diferencia
1. Ahorro bruto	-4,51	-4,91	-0,40
2. Déficit efectivo	-10,63	-7,30	+3,33
3. Déficit sin ayudas a entidades financieras	-6,83	-6,81	+0,02
4. Componente cíclico	-2,03	-3,50	-1,47
5. Componente estructural (discrecional) (3-4)	-4,80	-3,31	+1,49
6. Necesidad de endeudamiento	-21,59	-11,52	+10,07
7. Déficit primario	-7,60	-3,82	+3,78
8. Déficit primario sin ayudas a entidades financieras	-3,78	-3,33	+0,45

Fuente: Cuadro 2 y elaboración propia.

ya que la necesidad de endeudamiento derivada del déficit en sentido estrictamente público es similar en 2013 a la de 2012.

5. Destaca finalmente la mejora del déficit primario ya que la carga por intereses en 2013 es incluso ligeramente superior a la de 2012 (si observamos el déficit primario sin ayudas a entidades financieras la mejora es más ligera), puesto que el endeudamiento ha crecido, aunque el tramo final se haya negociado en mejores condiciones.

5. Cuentas públicas y situación económica: siete reflexiones

A partir de los datos e informaciones anteriores, el tema clave es saber cómo se ha ajustado el comportamiento público a las necesidades de la economía española. En ese terreno básico, recogemos seguidamente siete reflexiones centrales sobre esta conexión público-privada.

1. El déficit efectivo previsto en todas las administraciones públicas deficitarias es mayor que el programado. El superávit de las corporaciones locales es, por el contrario, algo mayor que el simple equilibrio que se esperaba. El incumplimiento del déficit programado es en términos absolutos análogo en la Administración central que en las autonomías y tiene su raíz en una menor recaudación de la prevista en los ingresos públicos.

2. Como consecuencia de lo anterior, la expansividad del sector de administraciones públicas ha sido en 2013, mayor que la esperada. Como ya hemos dicho, el déficit público inicialmente programado era el 3% del PIB. La concesión de Bruselas de llegar al 6,5% y la previsión actual de llegar al 6,8%, ha supuesto una inyección adicional de más de 35.000 millones de euros que, cualquiera que sea la valoración que demos a los multiplicadores de ingresos y gastos públicos, ha supuesto un factor importante de moderación del ritmo de reducción del PIB en 2013. Según la previsión de FUNCAS, la aportación de la demanda nacional respecto al crecimiento del PIB en 2013 ha sido de -2,9 puntos. Una reducción de la demanda interna del orden de 38.882 millones de euros que hubiera supuesto

mantener el déficit en el 3% del PIB, habría implicado que la aportación negativa de la demanda nacional al crecimiento del PIB se hubiese situado en niveles muy superiores, con los consiguientes efectos negativos sobre el empleo.

3. Es cierto que en 2013, el acentuamiento de la caída del PIB en la primera mitad del año ha elevado la parte del déficit público de carácter coyuntural o *cíclico*, que ha pasado de 2,03 puntos del PIB en 2012 a 3,50 en 2013, pero en todo caso subsiste una mitad del déficit efectivo que se debe a factores estructurales.

El origen de este comportamiento discrecional negativo está en el desahorro público que, en 2013 alcanza el 4,91% del PIB (4,51 en 2012) y que expresa la incapacidad de los ingresos ordinarios para cubrir los gastos públicos corrientes.

Pero más allá del desahorro existe dentro del déficit, eliminado el efecto cíclico, un componente más permanente, que es el que nosotros consideramos estrictamente estructural, y otro más volátil y circunstancial que denominamos ocasional.

Desde la óptica del análisis habitual, el desequilibrio de las administraciones públicas suele descomponerse en un componente cíclico, que se identifica con los cambios automáticos en ingresos y gastos públicos causados por las partidas presupuestarias que reaccionan, sin mediar actuación pública intencional, a los cambios de ciclo económico, y un componente que habitualmente se denomina estructural, que se identifica con la parte del saldo efectivo que refleja ingresos y gastos expresamente decididos por la autoridad presupuestaria competente, que nosotros denominamos componente discrecional. Creemos que separar, dentro del comportamiento discrecional del saldo público un componente estructural (o permanente) de otro ocasional (o circunstancial), nos permitiría complementar el análisis del saldo con la naturaleza más o menos permanente de su contenido.

En el cuadro 6 observamos que el componente estructural del déficit se ha modificado levemente para 2013 ya que ha disminuido 0,29 puntos del PIB, sin embargo, el gran esfuerzo realizado se ha orientado principalmente a la mejora del saldo presupuestario por la

Cuadro 6**Componente estructural y ocasional del saldo discrecional**

Datos en porcentaje

	2012	2013
Déficit efectivo (sin ayudas a entidades financieras)	-6,83	-6,81
Componente automático o cíclico	-2,03	-3,50
Componente discrecional	-4,80	-3,31
Componente estructural (*)	-5,54	-5,25
Ingresos estructurales	33,65	33,87
Gastos estructurales	39,19	39,12
Componente ocasional	0,74	1,94
Ingresos ocasionales	4,36	4,89
Gastos ocasionales	3,61	2,95

(*) El componente estructural lo obtenemos como diferencia entre los ingresos tributarios (excluida la interacción de la progresividad) y una suma de gastos entre los que se integran: el consumo público, las prestaciones sociales (excluidas las prestaciones por desempleo que tienen un carácter cíclico), la fracción de la inversión pública directa, que se considera estable a lo largo del tiempo, y los intereses, a un tipo promedio del periodo de la deuda pública viva al final del periodo anterior.

Fuente: Cuadro 2 y elaboración propia.

vía del saldo ocasional (1,20 puntos), es decir aquellas partidas de ingresos y gastos forzadas para generar un equilibrio provisional, pero cuya vocación no es de permanencia y que lógicamente habrán de reaparecer, y no a cambios o reformas estructurales imprescindibles para que esta reducción sea permanente. En 2013, los protagonistas de esa mejora del saldo ocasional han sido la reducción adicional de la inversión pública y un ligero aumento de los ingresos no tributarios, cuya permanencia no parece posible.

4. Sin rechazar la conveniencia de mejorar la eficiencia del gasto público, la deficiencia presupuestaria fundamental se sitúa del lado de los ingresos públicos. Pese a los elevados tipos impositivos formales de los impuestos clave, especialmente el IRPF, la presión fiscal efectiva está muy por debajo de la media europea. El gráfico 1 ofrece una expresiva muestra de esa diferencia entre España y la media de la Unión. Hay dos motivaciones centrales en esta divergencia: el fraude y la evasión, de una parte, que resta entre seis y siete puntos de presión fiscal en términos de

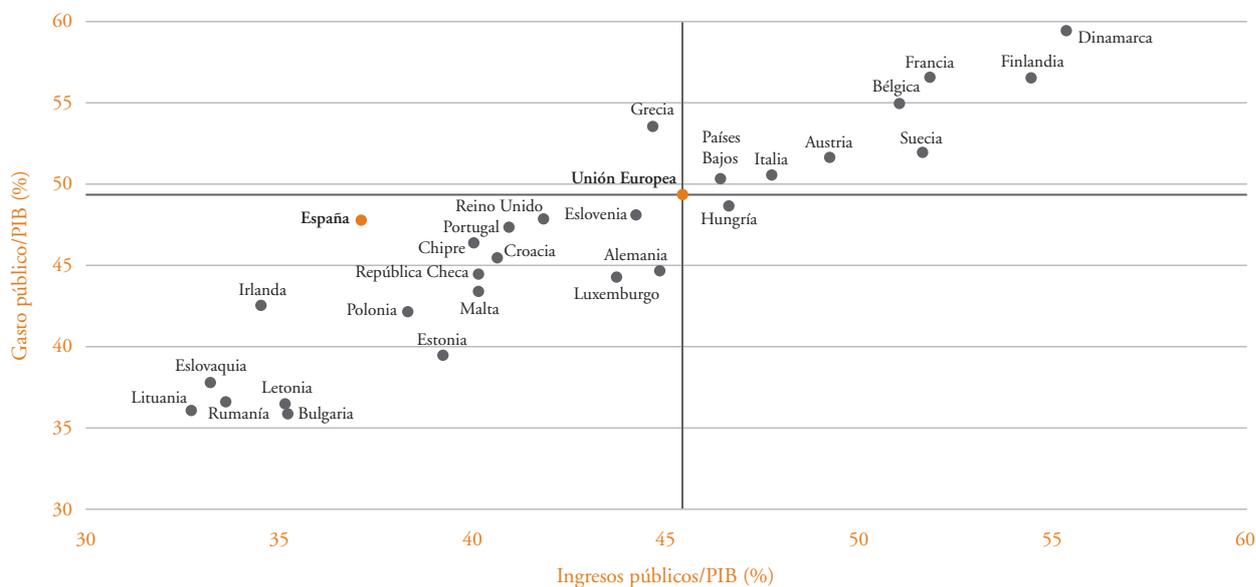
PIB (cifra que seguramente supera al déficit público) y de otra, la proliferación de beneficios, deducción y bonificaciones fiscales que afectan especialmente al IRPF, al IVA y al Impuesto de Sociedades. Reducción cuya efectividad es dudosa y que en su mayoría responden a incentivos que si en algún momento tuvieron justificación, ahora deben plegarse al objetivo prioritario de reducir el déficit público estructural. Algunos autores cifran esa pérdida de recaudación en torno a cuatro puntos del PIB.

Entendemos que este aspecto es uno de los elementos prioritarios que debe abordar la reforma fiscal que el Gobierno está preparando, ya que las diversas medidas encaminadas a reducir la defraudación no han dado el resultado que se esperaba y solo han reducido en una mínima parte este aspecto tan negativo de nuestra fiscalidad.

Destaquemos de pasada que, tal como muestra el gráfico 1, la relación del gasto público al PIB es menor en España que en la media de los países de la Unión Europea.

Gráfico 1

Ingresos y gastos públicos en los países de la Unión Europea, 2012



Fuente: Eurostat.

5. Un tema suscitado con frecuencia respecto a esta cuestión es el relativo a la escasa utilidad macroeconómica de una ofensiva contra el fraude. Se dice: detectar a los defraudadores y evasores y hacerles pagar sus deudas tributarias es un problema de justicia pero, desde el punto de vista económico, no es conveniente ya que, por una parte, muchas empresas en dificultades si tuvieran que hacer frente al pago de los impuestos y cuotas sociales tendrían que cerrar, y, por otra parte, se argumenta que los recursos de los impuestos defraudados, si se recuperan, traspasa fondos del sector privado al sector público pero ese cambio de titularidad no genera mayor producción ni empleo.

Estos argumentos son falaces y deben ser desterrados del argumentario popular. Aparte de temas de equidad tributaria, erradicar la defraudación permitiría reducir los tipos impositivos para el conjunto de los ciudadanos que pagan sus impuestos, contribuiría a cerrar el déficit reduciendo la necesidad de endeudamiento y permitiendo que la deuda se negocie en mejores condiciones, rehabilitaría la posibilidad de una política presupuestaria compensadora que hoy con los niveles de déficit es imposible y, por otra parte, es muy probable

que en etapa de crisis, el traspaso de fondos del fraude al sector público, al permitir mantener el nivel del gasto público, tenga mayores efectos expansivos que en el sector privado, ya que los efectos multiplicadores del gasto público son, en promedio, mayores que los efectos contractivos de los impuestos, aunque tengan el mismo volumen cuantitativo.

6. De un déficit elevado, como el cosechado en 2013, aunque sea menor que el de 2012, se deriva lógicamente un mayor endeudamiento. Sin embargo, en 2013 el aumento de la tasa de endeudamiento de las administraciones públicas, unos diez puntos del PIB, superen en 2,68 puntos a las necesidades de financiación derivado del déficit. En la necesidad de endeudamiento ha tenido también una presencia notoria la necesidad adicional de recursos, en su mayor parte para colaborar en el saneamiento de las entidades financieras con dificultades.

Esa elevada tasa de endeudamiento que se estima alcanzará, en términos consolidados un 93,97% del PIB, desplaza una importante y creciente carga de intereses (3,48% del PIB) a pesar de la caída de la prima de riesgo en los últimos tiempos. De hecho, el tipo de

rendimiento de la deuda a diez años ha bajado del 5,9 de 2012 al 4,1 estimado para 2013, lo que dada la baja inflación mantiene el tipo real de la deuda por encima de la tasa (negativa) de crecimiento económico y por tanto en una senda explosiva.

Es urgente plantearse un plan para reducir la tasa de endeudamiento que, adicionalmente, está generando un efecto *crowding out* sobre la financiación privada, toda vez que por su rentabilidad y sus condiciones de seguridad por la garantía que aporta la política del Banco Central Europeo y las reiteradas manifestaciones de su presidente en el sentido de la defensa del euro, las entidades financieras españolas tienen más atracción hacia este activo financiero (tienen aproximadamente el 50% de la deuda pública viva) que hacia créditos y valores más dudosos y problemáticos, dada la situación general del país, originando un círculo vicioso de difícil ruptura.

La tendencia en los últimos meses es hacia una mayor presencia de valores a corto plazo y a un ligero crecimiento de la financiación externa seguramente impulsada por la mayor solvencia española y por los bajos tipos de la deuda norteamericana.

7. Nos referimos finalmente a la política presupuestaria seguida en 2013.

Hay que destacar, en primer lugar, la continuidad en la línea de servicio al objetivo de estabilidad, por el lado de la contención del gasto público. Los empleos no financieros de las administraciones públicas se han reducido, respecto a 2012, en 3,25 puntos del PIB. Sin embargo, si excluimos las ayudas a instituciones financieras, el gasto público no financiero (vid. cuadro 2) aumenta levemente mostrando el límite, que otras veces ya hemos señalado, que tiene la política basada en acentuar la reducción del gasto público en la economía española. Por otra parte, como se ha reiterado, los ingresos públicos han sido incapaces de aportar recursos adicionales para cerrar la brecha del déficit público.

Esta práctica similitud entre 2013 y 2012 supone una renuncia tácita al objetivo de austeridad a ultranza que paradójicamente ha sido un factor de estímulo de la actividad económica interna.

Los servicios públicos han debido mejorar su eficiencia productiva aunque no hay aún datos que lo confirmen, pero no han contribuido adicionalmente en 2013 a mejorar la falta de equidad del sistema económico en el que avanza el número de personas en riesgo de pobreza, según los datos del INE.

Sin embargo, en nuestra opinión, el aspecto más preocupante es la ausencia, en la política presupuestaria, de medidas para estimular el crecimiento a largo plazo. Parece existir un acuerdo bastante general sobre el hecho de que nuestro crecimiento futuro debe venir por la vía del incremento de las exportaciones de bienes y servicios cuyo comportamiento en 2013 ha sido muy positivo. Sin embargo, la mejora de la competitividad de la economía española se ha cimentado en el aumento de la productividad cuyo origen está en una mejor reducción del empleo que de la producción. Esta circunstancia no puede prolongarse indefinidamente y, por tanto, para hacer compatible la mejora de la productividad y el aumento del empleo, el sector público más pronto o más tarde, tendrá que hacer esfuerzos importantes en capitalizar la economía en tres líneas: capital físico, capital humano y capital tecnológico.

En el primer terreno, el del capital físico, la formación bruta de capital fijo de las administraciones públicas apenas alcanza el 1,4% del PIB, lo que en términos netos se convierte probablemente en un valor negativo.

Los gastos en capital humano no presentan en 2013 un especial impulso cuantitativo y las reformas educativas presentan dudas sobre su continuidad a medio plazo. Los gastos públicos en I+D+i han sido prácticamente barridos del contenido de los presupuestos públicos.

6. Comentario final

En términos generales, y en espera de los datos definitivos de las liquidaciones presupuestarias de las diferentes administraciones públicas, cabe decir que el ejercicio 2013 ha sido poco brillante en cuanto a su aportación a la solución de los problemas de la economía española. Ha sido un año cuyos resultados presentan una gran similitud con el ejercicio 2012.

Todos los componentes institucionales de las administraciones públicas, salvo las corporaciones locales, mantienen una situación deficitaria. Las administraciones centrales (excluidas las ayudas a entidades financieras) mejoran una décima de PIB, la Seguridad Social profundiza su déficit en medio punto y las comunidades autónomas lo reducen en una décima.

El déficit más las facilidades financieras otorgadas por el sector público a las entidades financieras han conducido al endeudamiento público a la tasa sin precedentes del 93,97% que ya supera a la media de los países de la UME.

La actividad presupuestaria ha conseguido estabilizar el déficit público en el 6,8% del PIB en un año más duro que el anterior, con lo que el déficit cíclico se ha elevado (1,49 puntos del PIB) y por tanto el componente discrecional del déficit se ha reducido en la misma medida. Sin embargo, el desahorro público sigue ascendiendo hasta las proximidades del 5% del PIB y el déficit estructural, en sentido estricto, solo se ha reducido en un cuarto de punto en 2013 respecto al año anterior.

Paradójicamente, el mayor mérito de la actividad presupuestaria en 2013 ha sido separarse de su hoja de ruta que la condenaba a limitar el déficit de 2013 a solo tres puntos del PIB, lo que hubiera supuesto que la evolución negativa del PIB que se estima en -1,2% pudiera haberse visto, *caeteris paribus*, triplicada. El mayor déficit, aceptado por Bruselas, ha tonificado algo la depauperada economía española.

El fallo más importante sigue siendo el fracaso de la lucha contra el fraude fiscal que permitiera acercar la pre-

sión fiscal efectiva, hoy tan distante de la media europea, hacia sus tal vez excesivos valores nominales. Tampoco las aportaciones presupuestarias a una mejor distribución de la renta o al crecimiento a largo plazo de la economía parecen significativas, al menos con el nivel de información existente.

BIBLIOGRAFÍA

- Carbajo, Vasco D. y Peragón, L. A. (2012), «La política de reducción del déficit público y el presupuesto de beneficios fiscales», *Cuaderno de Información Económica*, núm. 227, FUNCAS.
- Gordo, L.; Hernández de Cos, P. y Pérez, J. J. (2013), «La evolución de la Deuda Pública en España desde el inicio de la crisis», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- Laborda Peralta, A. y Fernández, M. J. (2013), «Se aproxima el final de la recesión, pero la recuperación será lenta», *Cuaderno de Información Económica*, núm. 235, FUNCAS.
- Laborda Peralta, A. (2012), «2012 y 2013: dos años básicos para la consolidación fiscal», *Cuaderno de Información Económica*, núm. 231, FUNCAS.
- Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2013), *Proyecto de los Presupuestos Generales del Estado 2014*, Ministerio de Hacienda.
- Ministerio de Economía y Competitividad (2012), Programa de Estabilidad (2012-2015).
- Ministerio de Economía y Competitividad (2013), Programa de Estabilidad (2013-2016).
- Navarro Pascual, R. (2007), «El presupuesto y la estabilidad económica en la democracia española», *Colección Estudios*, núm. 202, Consejo Económico y Social.
- Valle Sánchez, V. (2013), «La política presupuestaria española en tiempos de crisis», discurso de investidura como doctor honoris causa por la UNED.
- Valle Sánchez, V. (2011), «El sector público ante la crisis económica en España», *eXtoikos*, núm. 1.

LA DEUDA PÚBLICA RECUPERA LA CONFIANZA DE LOS INVERSORES

Iker Goicoechea y César Cantalapiedra

Analistas Financieros Internacionales

RESUMEN

Las señales positivas de finales de 2012 se han materializado en un ejercicio financiero menos restrictivo para el conjunto del sector público, favorecido por la actitud más transigente y sensible a las dificultades por parte de las instituciones europeas. Tanto la Administración central como las CC.AA. (en gran parte gracias al mecanismo de asistencia a la liquidez) han conseguido atender unas necesidades de financiación máximas históricas, en condiciones significativamente mejores tanto de plazo como de coste. 2013 ha marcado un punto de inflexión en la recuperación de la confianza en la deuda pública española, con un proceso de reversión de la huida hacia la calidad y apetito por deuda periférica, y el retorno de los inversores no residentes que deberán tomar el papel financiador de las entidades residentes.

PALABRAS CLAVE

Deuda, Estabilidad presupuestaria, Tesoro, Comunidades autónomas, Déficit, Prima de riesgo, FLA, FFPP, Inversores internacionales.

El comportamiento favorable de los mercados financieros españoles ya desde el último trimestre de 2012 anticipaba buenos augurios para el pasado ejercicio. No obstante, la sombra de la duda sobre la capacidad de recuperación de nuestra economía y del cumplimiento de los objetivos de consolidación presupuestaria no permitían olvidarse de los riesgos potenciales asociados a nuevos episodios de inestabilidad en los activos y en la deuda pública española. La obligada implementación de políticas de austeridad rompió la tendencia al alza mantenida hasta entonces por el gasto, pero la actividad económica acusó este drenaje en el consumo público con una recaída en el ciclo.

De hecho, los registros económicos en la primera mitad de 2013 siguieron constatando los síntomas de debilidad de la demanda interna, la fragilidad del mercado laboral y la imposibilidad alcanzar los objetivos presupuestarios establecidos por parte de las diferentes administraciones públicas españolas. Pero la actitud de las instituciones europeas resultó no solo más transigente sino que incorporó en sus decisiones una mayor sensibilidad a las dificultades de los países en situación crítica y, en especial, con España.

Por un lado, el Banco Central Europeo (BCE), determinante en el cambio de percepción de los inversores y de los mercados financieros desde que durante el verano de 2012 amplificara su inyección de liquidez en el sistema, relajó en dos ocasiones el tipo de interés oficial, hasta el 0,25% actual. Y lo que es más importante, adoptó una política de comunicación más comprensible y previsible para los agentes económicos, similar a la de sus homólogos anglosajones y japoneses, que garantizaba la expansión monetaria para los ejercicios 2014 y 2015, en los que no percibe riesgos inflacionistas por encima del 2%.

Y por otro, la Comisión y el Consejo Europeo otorgaron al Gobierno un calendario más realista y gradual en el proceso de consolidación presupuestaria. El reconocimiento de los esfuerzos de ajuste en el gasto y la introducción de una mayor presión fiscal con la subida del IVA, así como el compromiso con las reformas sugeridas por el Memorando de Entendimiento (MoU), permitieron revisar al alza los objetivos de déficit para 2013 que suponían prácticamente repetir el déficit de un año antes.

No cabe duda que la conjugación de ambos factores, entre otros, contribuyeron a que la economía española haya podido ir superando la profunda depresión, mostrando poco a poco indicadores de reactivación que en el tercer trimestre se pudieron concretar con un primer registro positivo en la evolución del PIB y con las primeras señales de haber alcanzado un suelo en el mercado laboral.

1. El Tesoro culminó su año más difícil cumpliendo objetivos récord

En este contexto, a pesar de las exigencias de uno de los ejercicios más complicados de su historia, el Tesoro ha podido cerrar con éxito su programa de financiación para el año en curso, y, lo que es más importante, transmitir seguridad en su capacidad para cubrir las necesidades de endeudamiento desde muchos meses antes de finalizar el ejercicio. Incluso ha podido manejar un colchón que amortiguara posibles extraordinarios, algunos de ellos tan relevantes como la asistencia a la liquidez de las administraciones territoriales.

No hay que olvidar que la credibilidad del Tesoro ha sido el pilar sobre el que se ha sustentado el acceso del resto de administraciones a los mercados de capitales, garantizando a través del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA) la financiación del déficit y la amortización de vencimientos (1) de las comunidades autónomas que decidiesen acogerse a este mecanismo. Y el Tesoro también ha respaldado con la garantía del Estado la viabilidad de una fase adicional del Fondo Financiero del Pago a Proveedores (FFPP) en un nuevo intento de sanear las obligaciones pendientes de pago de gobiernos locales y regionales antes de la entrada en vigor de un nuevo criterio de estabilidad presupuestaria que supervisa el cumplimiento del plazo legal de pago.

El Tesoro se enfrentaba a un nuevo año récord, con vencimientos que totalizaban 160.000 millones de euros y unas necesidades netas de 71.000 millones de euros para cubrir el déficit y la financiación de activos, por 38.100 y 33.000 millones de euros respectivamente, de acuerdo a los Presupuestos Generales del Estado para 2013 (2).

Las previsiones del Gobierno recogidas en los mismos dejaban poco lugar para el optimismo, con un fuerte incremento de los pagos por intereses de la deuda. La estrategia, en todo momento proactiva con los inversores internacionales, y la complicidad del entorno dieron continuidad a la caída gradual de la prima por riesgo. Desde niveles máximos superiores incluso a los 600 pb a mediados de 2012 que marcó el plazo a diez años de la deuda pública frente a la referencia alemana, el nuevo curso se inició en el entorno de los 400 pb en una tendencia a la baja que se extendió durante todo el año hasta estabilizarse al cierre próximo a los 200 pb, que terminó rompiéndose a la baja en la primera semana de enero.

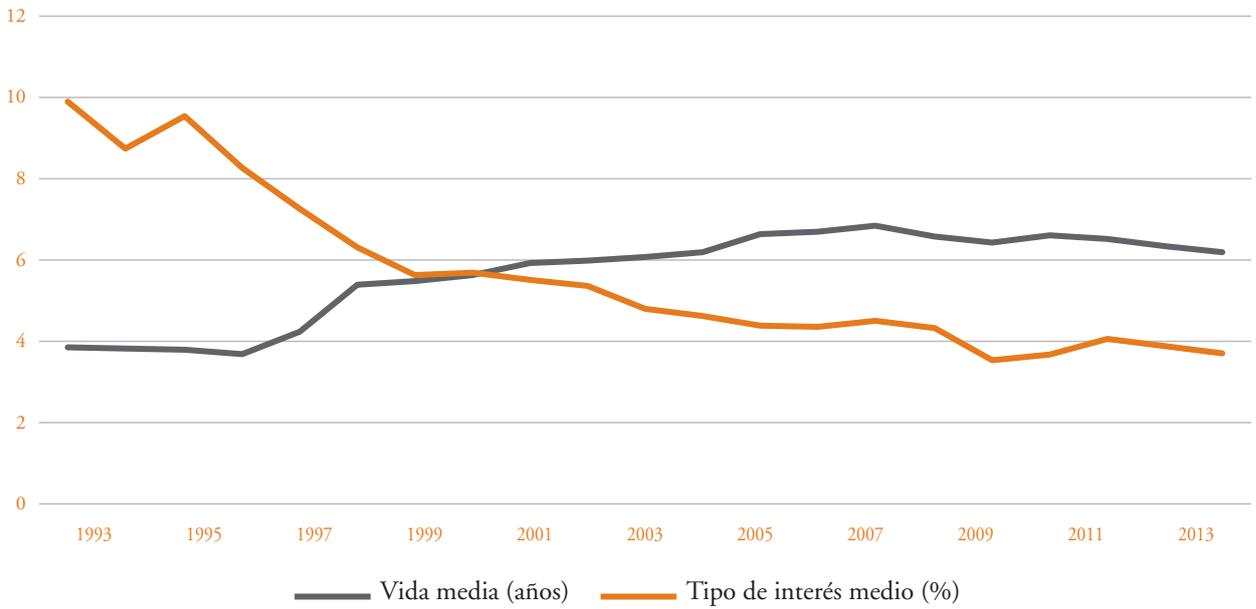
El descenso de rentabilidades de las nuevas emisiones desde el 5 al 4% en los tramos largos —obligación a diez años—, o del 2,5 al 1% en los tramos cortos —letra a un año— nos devolvieron a los niveles previos a la crisis financiera y han mejorado en unos 9.000 millones de euros las previsiones oficiales de la carga de intereses de la deuda pública. Aunque era evidente que este capítulo estaba sobreestimado, no es menos cierto que la realidad mejoró cualquier escenario que hubiera podido definirse a priori.

Las condiciones de plazo y rentabilidad media de la deuda apenas se vieron afectadas y el impacto sobre la cartera de deuda viva fue muy limitado. De hecho, el coste de la financiación del Tesoro se redujo en medio punto respecto a 2012, con un coste medio ponderado del 2,45%. El tipo de interés promedio de toda la deuda pública se redujo del 3,9% al 3,72% mientras que la vida media casi se mantuvo en torno a 6,3 años —frente a un máximo de 6,85 años alcanzado en 2007—.

Este comportamiento es más notable si tenemos en cuenta que los países núcleo del área euro marcaron un punto de inflexión en la primavera cotizando un cambio de ciclo con tipos de interés a largo plazo al alza. Hasta el verano, el papel de los tenedores no residentes no fue tan relevante como el aumento de los balances de la banca española en deuda pública, alentados por el atractivo de una pendiente de la curva muy positiva que, en un contexto de estabilidad financiera, ha permitido

Gráfico 1

Evolución de la vida media y tipo de interés medio de la cartera del Tesoro

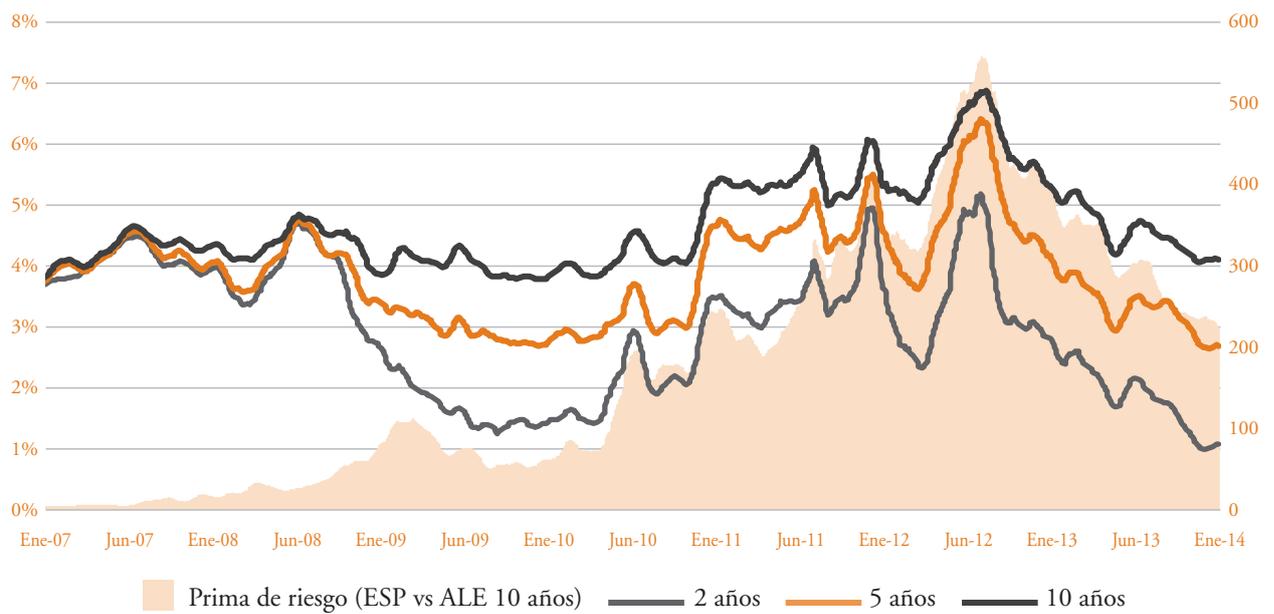


Fuente: Tesoro.

Gráfico 2

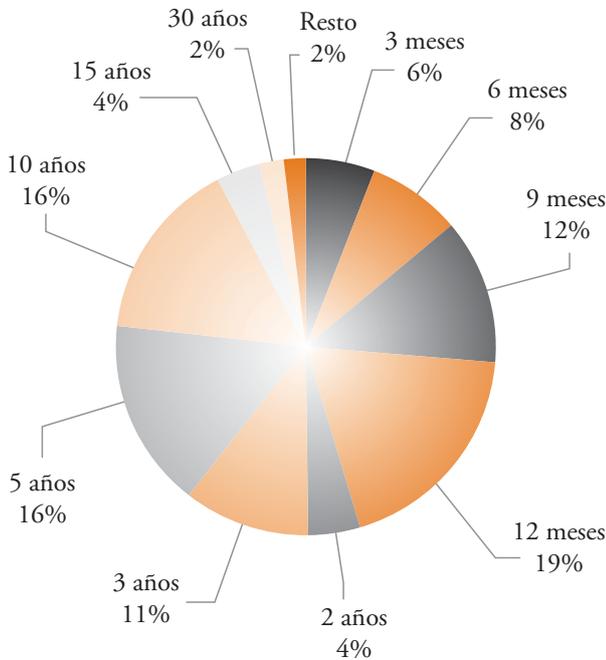
Evolución de la TIR y prima de riesgo del Tesoro

Porcentaje y pb, respectivamente, media móvil mensual



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3
Financiación del Tesoro en 2013 por plazo

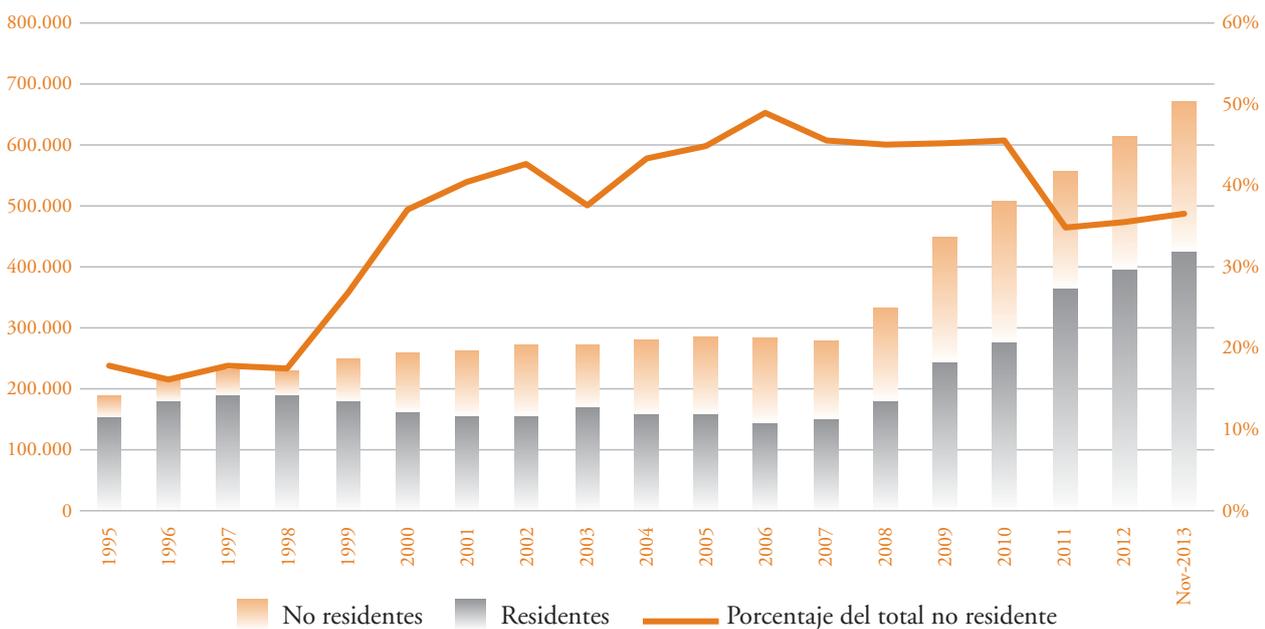


Fuente: Tesoro.

mejorar los márgenes de las entidades financieras nacionales.

Pero en el último tercio del año se puso claramente de manifiesto un proceso de reversión de la huida hacia la calidad que ha beneficiado a todos los países periféricos, neutralizando los riesgos de desplazamiento al alza de las rentabilidades de la deuda pública. De hecho, las tenencias de los no residentes de deuda del Tesoro se han acelerado desde septiembre, recuperando porcentajes cercanos al 36% que constituyen niveles máximos desde 2011. También resulta sintomático que la preferencia relativa hacia letras se haya ido desplazando hacia activos con un mayor perfil de riesgo, bonos y obligaciones, cuyo saldo vivo en manos de extranjeros se incrementó en 15.000 millones de euros durante la segunda mitad del ejercicio. La demanda, por ejemplo, en la subasta de deuda a treinta años realizada en octubre, la primera desde 2009 en este tramo, permitió colocar hasta un 65% entre no residentes con una demanda que fue 2,5 veces la oferta de papel.

Gráfico 4
Tenencia de valores por tipo de inversor
Datos en millones de euros y porcentaje, respectivamente



Fuente: Tesoro.

2. Los mercados se volvieron a abrir para las comunidades autónomas

A medida que avanzaba el ejercicio, fue resultando más favorable para la financiación de las comunidades autónomas, aunque todavía lejos de las condiciones existentes al inicio de la crisis financiera. De hecho, a pesar de los progresos mostrados no se han disipado las dudas sobre la capacidad de endeudamiento de algunos gobiernos regionales.

Desde el último trimestre del 2012 se fueron configurando las bases que han caracterizado el nuevo contexto de financiación autonómica, delimitando dos grupos de regiones en función de su adhesión o no al mecanismo de liquidez creado por la Administración central, el FLA. Las comunidades que lo solicitaron en 2013 —las mismas que ya lo hicieron un año antes— han canalizado toda su financiación a través de este mecanismo con la única excepción, tal y como estaba acordado, de la refinanciación para cubrir los vencimientos de deuda en la que se habían comprometido

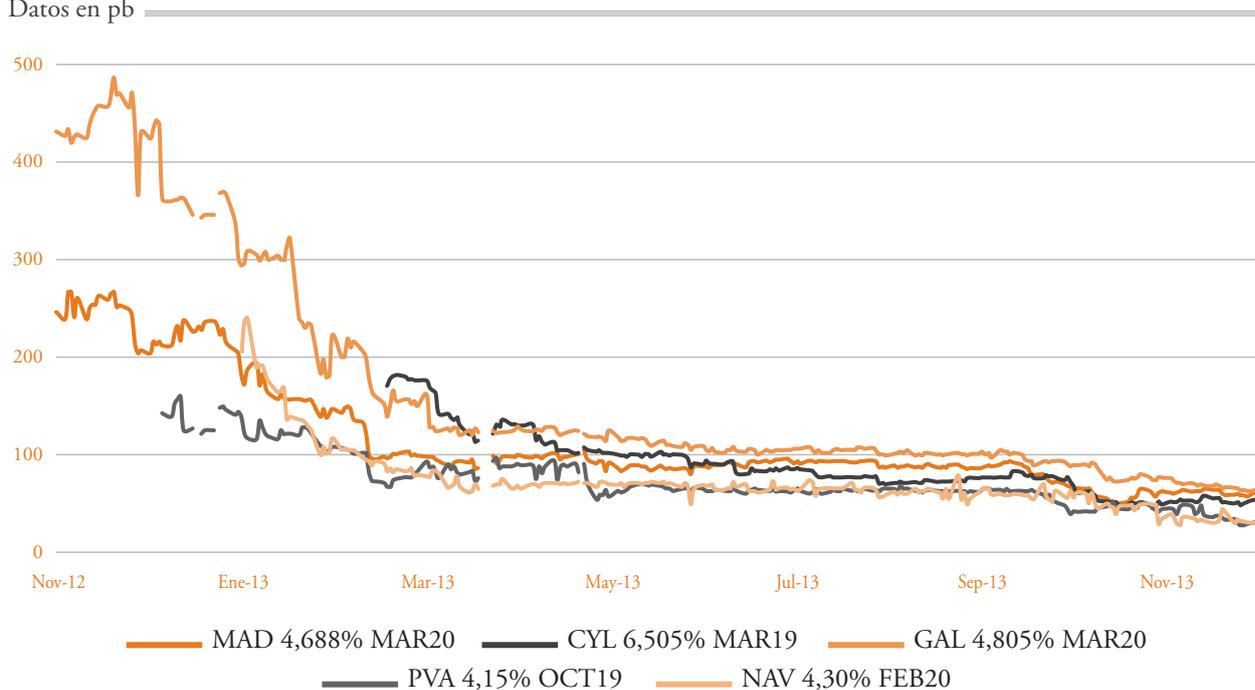
los bancos nacionales. El segundo grupo, integrado por Aragón, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja, Madrid, Navarra y País Vasco, pudo beneficiarse de la reapertura, al menos parcial, de los mercados primarios de emisión para las regiones, tras muchos meses, en especial 2012, de fuertes restricciones.

La evolución de las condiciones de financiación de estas ocho comunidades autónomas no adheridas ha permitido constatar la mejora en la percepción de los inversores sobre el riesgo autonómico. Aunque la aversión al riesgo alcanzó su punto álgido en términos de coste a comienzos de 2013, con diferenciales crediticios sobre la base de la rentabilidad del Tesoro superiores a los 300 pb, dos factores, uno regulatorio y otro por el propio efecto del mercado, han posibilitado la corrección de los costosos niveles de financiación.

Por un lado, el Estado incluyó en las autorizaciones de endeudamiento necesarias para la emisión de valores por parte de las CC.AA. una limitación máxima de coste de 100 pb sobre Tesoro. La decisión se vio favorecida al

Gráfico 5
Diferencial sobre Tesoro de CC.AA. no FLA

Datos en pb



Fuente: Bloomberg.

verse limitada la potencial oferta de valores a un grupo más reducido de emisores autonómicos (3), de elevado atractivo para los inversores que entendían maximizado el binomio rentabilidad riesgo ante la existencia de un mecanismo ulterior con riesgo soberano como el FLA que podría servir como garantía para asegurar la atención del vencimiento (4).

Desde mediados de febrero se pudieron concretar operaciones por debajo de estos niveles, dibujando una tendencia descendente a lo largo de 2013, en sintonía con la prima de riesgo del Tesoro. Tal es así que ha permitido incluso a algunas comunidades, en concreto a las forales, situarse en el mismo coste de financiación que el que proporciona el FLA a las CC.AA. adheridas.

La mejora de las condiciones no solo han venido por el lado del coste. La diversificación de las fuentes de financiación, excesivamente concentradas en los últimos años a través de préstamos con entidades nacionales, se ha conseguido paliar, al menos por las comunidades *no FLA*. Con un menor número de comunidades autóno-

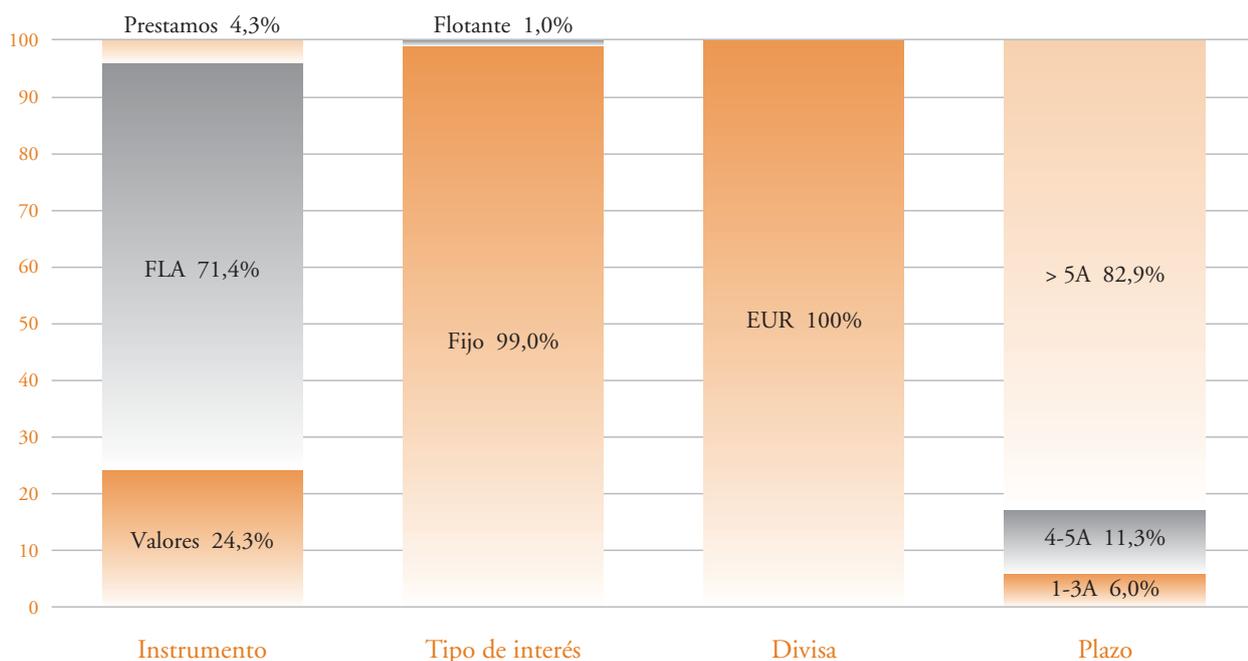
mas con posibilidad de emitir valores es lógico que se haya reducido el volumen obtenido por esta vía —un 18% menos que en 2012 (5) hasta noviembre— pero es significativo que el volumen medio emitido por comunidad alcanzado haya sido un 44% superior.

Si consideramos el conjunto de CC.AA., el plazo medio de financiación aumentó, corrigiendo la presión a acortar vencimientos al que hemos asistido en los últimos años. A ello ha contribuido desde luego que la financiación del FLA se concediera a diez años (con dos de carencia) pero hay que subrayar que el periodo medio en la financiación de los 38.000 millones de euros (6) de necesidades estimadas en 2013 aumentó significativamente, desde cuatro años en 2012 a cerca de siete años.

No obstante, hay una parte creciente del endeudamiento total que se mantiene persistentemente a corto plazo, correspondiente a los vencimientos de préstamos de CC.AA. adheridas al FLA con entidades financieras nacionales.

Gráfico 6 Características de la financiación autonómica en 2013

Datos en pb



Fuente: CAP, Banco de España, Bloomberg y CC.AA.

La imposibilidad de refinanciar dichos compromisos con otras fuentes alternativas ha obligado a estas CC.AA. a renovar la financiación con las entidades nacionales, habitualmente a corto plazo, por elección principalmente de los prestamistas. Como estas cuantías se añaden a los vencimientos anuales, generan una espiral perversa y creciente sobre las necesidades brutas de financiación para el ejercicio inmediato. Por otra parte, el tipo de interés de esta refinanciación se realiza al límite máximo de coste establecido por el Principio de Prudencia Financiera, en torno a los 250 pb sobre Tesoro, muy por encima de las condiciones actuales de financiación de las CC.AA. no adheridas al FLA.

En definitiva, aunque el Tesoro y el Ministerio de Hacienda han diseñado un esquema que ha impedido el impago de la deuda de algunas administraciones, no parece que el esquema actual pueda seguir siendo válido para un periodo de normalización de los mercados. Ni es un mecanismo aceptado por todos los gobiernos regionales ni tampoco la Administración central ha dado muestras de flexibilidad para que las CC.AA. adheridas al mecanismo apelen de nuevo a un mercado cada vez más receptivo, lo que supone un retroceso en el objetivo de diversificación de la cartera de endeudamiento alcanzado a lo largo de los años por las CC.AA.

La incertidumbre sobre la vigencia del FLA, que sigue siendo imprescindible en el corto plazo para alguna CC.AA., y la ausencia de un proyecto consensuado a largo plazo para la financiación autonómica, no son los mejores argumentos; ni para el Tesoro, que se ve condicionado a sobrefinanciarse de nuevo en 2014, ni mucho menos para los gobiernos autonómicos implicados en el FLA, que están rechazando propuestas de financiación ya no muy alejadas de las ofrecidas por el Tesoro y renunciando a recuperar canales de financiación.

A lo anterior hay que añadir la presión generada por la deuda comercial en el conjunto de administraciones territoriales. En 2013 hemos asistido a dos fases adicionales de financiación del FFPP, que ha elevado a 42.000 millones de euros la refinanciación de deuda comercial de CC.AA. y CCLL (7) realizada por el mecanismo desde su creación. La evidente falta de liquidez en 2012 y la exclusión de algunos tipos de relaciones contractuales en los anteriores procesos, condiciona-

ron la necesidad de implementar una nueva fase cuya materialización ha aliviado las presiones sobre la tesorería de muchas administraciones.

A priori, la combinación y complementariedad (8) del FFPP (con toda su amplitud de fechas y tipos de compromisos en esta última fase) y del FLA deberían haber permitido sanear los compromisos comerciales del conjunto autonómico. No obstante, la Ley Orgánica 9/2013, de 20 de diciembre, de control de la deuda comercial en el sector público que modifica la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF), incorpora el control de la deuda comercial como mecanismo adicional para consolidar la sostenibilidad financiera. Se entiende que existe sostenibilidad de la deuda comercial cuando el periodo medio de pago (PMP) a proveedores no supere el plazo máximo previsto en la normativa sobre morosidad, establecido actualmente en treinta días. El incumplimiento de dicho límite, al igual que en el caso de otros mecanismos de la LOEPSF, supondrá la activación de medidas prevención, corrección y coercitivas.

Visto el volumen de compromisos que las administraciones territoriales han llegado acumular y el periodo medio de pago desde ahora obligatorio, la norma puede resultar un tanto ambiciosa, al menos en el más corto plazo. De hecho, es posible que el FFPP sea todavía un actor necesario en dicha cuestión, facilitando financiación de manera temporal a las administraciones públicas con objeto de no perjudicar al que ha actuado como financiador de facto, el proveedor.

3. Consideraciones finales

A pesar de los esfuerzos de consolidación, la dinámica de nuestra deuda pública no permite una relajación en los objetivos de emisión para el próximo año. El déficit comprometido apenas se reduce una décima para el Estado central (hasta el 3,7% del PIB) y los vencimientos superan los 170.000 millones de euros, diez mil más que en 2013 —303.000 millones de euros si incluimos el total de letras del Tesoro—. Se mantendrá al menos un año más el FLA, al que se dota con otros 23.000 millones de euros, y se destinarán 5.900 millones a cubrir el desembolso de una parte de la tercera

Cuadro 1**Necesidades de financiación de las AAPP en 2013 y 20143**

En millones de euros

	2013	2014
Tesoro	238.560	242.370
ICO	11.000	10.000
FADE	9.722	2.705
CC.AA. (*)	38.000	35.000
FFPP	14.831	0
Total	289.114	267.075

(*) Estimación AFI. De la cifra total, para evitar la doble contabilización, se ha descontado el endeudamiento del FLA, 23.000 millones de euros, a formalizar por el Tesoro y que financiará a las CC.AA.

fase del FFPP, más otros 1.900 millones de euros por la aportación española al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), entre otros. En definitiva, el Tesoro tendrá que mantener una estrategia de financiación que permita captar casi 244.000 millones de euros de los mercados para lo cual será imprescindible mantener la confianza de inversores e instituciones.

En el caso de las administraciones autonómicas, estimamos unas necesidades totales de unos 35.000 millones de euros para 2013. La reducción del endeudamiento bruto en unos 3.000 millones de euros respecto al del pasado año procede prácticamente en su totalidad del menor objetivo de déficit para 2013 (1% *vs* 1,3%), porque el volumen de amortizaciones será similar al del ejercicio precedente. La demanda de valores autonómicos detectada en el último tramo de año y que no se pudo satisfacer hacen esperar un nuevo ejercicio con amplia actividad en los mercados primarios, si bien buena parte de las necesidades totales seguirán cubriéndose a través del FLA.

A la exitosa materialización de las necesidades contribuirá el reciente cambio por parte de las empresas de calificación crediticia en el sentido de sus apreciaciones sobre los riesgos más inmediatos. La variación de la perspectiva de negativa a estable aleja el fantasma de rebajas adicionales. En cualquier caso, aunque los *rating* de las tres mayores agencias sigan en el límite

entre riesgo de inversión y especulativo que delimita la nota de triple-B —cuya pérdida podría haber resultado dramática para las decisiones de muchos inversores institucionales— los mercados de capitales ya han recuperado su confianza en la deuda pública española.

NOTAS

- (1) En un principio, exclusivamente de bonos y obligaciones, y de procedentes de operaciones de préstamos formalizados con entidades financieras no nacionales. Las amortizaciones correspondientes a préstamos suscritos con entidades nacionales no pueden atenderse con financiación FLA y su refinanciación debe ajustarse a una serie de condiciones, principalmente de coste máximo.
- (2) Finalmente ha materializado 238.560 millones de euros, 164.818 millones de euros de amortizaciones y 73.742 millones de euros de necesidades netas.
- (3) Andalucía, Baleares, Canarias, Castilla-La Mancha, Cataluña y Valencia, participantes activos históricamente en el mercado primario no han podido emitir dado que ninguna comunidad adherida al FLA ha sido autorizada a financiarse a través de valores.
- (4) Es necesario aclarar que, para darse esa circunstancia, de acuerdo a las condiciones actuales del FLA, la comunidad autónoma emisora debería estar adherida al FLA en el ejercicio en que estuviera programado el vencimiento del bono u obligación. Al mecanismo se adhiere anualmente y cubre las necesidades de financiación de dicho ejercicio.
- (5) No se tienen en cuenta las emisiones realizadas en el mercado minorista durante el periodo 2010-2012.
- (6) Sin tener en cuenta vencimientos de endeudamiento a corto plazo.
- (7) Esta es prácticamente la única financiación formalizada por los ayuntamientos, diputaciones y cabildos insulares. Sin este proceso en el que han concretado necesidades por 8.000 millones de euros, posiblemente en 2013 la variación neta del saldo vivo de deuda sería negativa.
- (8) El Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas evitó la posibilidad de una duplicidad en el endeudamiento para financiar un mismo gasto, demorando las autorizaciones o disposiciones del FLA para la parte del déficit 2013, para descontar de esa parte el volumen solicitado al FFPP.

BIBLIOGRAFÍA

- Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.
 Ministerio de Economía y Competitividad (www.tesoro.es).
 Banco de España.
 Bloomberg.
 Reuters.

GASTOS “IMPROPIOS” Y PROVISIÓN EFICIENTE DE SERVICIOS MUNICIPALES EN LA LEY DE RACIONALIZACIÓN Y SOSTENIBILIDAD DE LA ADMINISTRACIÓN LOCAL

Francisco Pedraja Chaparro y José Manuel Cordero Ferrera

Universidad de Extremadura

RESUMEN

La principal novedad que ofrece el año 2013 en el ámbito local es la aprobación en diciembre de la Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local. En el presente trabajo valoramos la respuesta que esta ley ofrece a dos destacados problemas que tiene la Hacienda local española. El primero, la existencia de los denominados gastos impropios, aquellos que, correspondiendo a otros niveles de gobierno, son realizados por los municipios sin que estos cuenten con financiación suficiente. El segundo, la imposibilidad de llevar a cabo una provisión eficiente de servicios dado el minifundismo que caracteriza nuestro actual mapa municipal. De los 8.000 millones de euros que el Gobierno prevé ahorrar con la reforma, la mayor parte (más del 70%) se justifica con las medidas analizadas.

PALABRAS CLAVE

Administración local, Municipios, Gastos impropios, Eficiencia.

1. Introducción

La principal novedad del año 2013 en el ámbito de la Administración local ha sido, sin duda, la aprobación, el 19 de diciembre, de la Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local (Ley 27/2013, de 27 de diciembre) (LRSAL).

En su gestación, la nueva regulación ha tenido sucesivas versiones en las que se ha tratado de ir corrigiendo aquellos aspectos más conflictivos. Destacadas fueron las severas críticas que recibió el Anteproyecto de Ley por parte del Consejo de Estado (Dictamen 567/2013). Lo cierto es que a pesar de los intentos del Gobierno de consensuar la nueva reforma, no se ha conseguido el apoyo, entre otros, del principal partido de la oposición, que ya ha anunciado que la recurrirá ante el Tribunal Constitucional.

Es difícil no estar de acuerdo con los objetivos básicos que la nueva ley cita en su preámbulo. El primero, clasificar las competencias municipales para evitar duplicidades con las competencias de otras Administra-

ciones, de modo que se haga efectivo el principio *una Administración, una competencia*. También pretender racionalizar la estructura organizativa de la Administración local de acuerdo con los principios de eficiencia, estabilidad y sostenibilidad financiera, garantizar un control financiero y presupuestario más riguroso y favorecer la iniciativa económica privada evitando intervenciones administrativas desproporcionadas.

Las principales medidas contempladas para alcanzar estos objetivos parecen razonables aunque son ciertamente complejas en su ejecución y difícilmente se podrán llevar a cabo sin el necesario consenso con las comunidades autónomas (CC.AA.) (Muñoz Machado, 2013).

Ni es este el lugar ni tampoco disponemos del espacio necesario para realizar un análisis exhaustivo de las modificaciones que introduce la LRSAL. Como alternativa, nuestro objetivo será valorar la respuesta que la ley ofrece a dos destacados problemas que tiene la Hacienda local española. El primero, la existencia de los deno-

minados gastos impropios, aquellos que, correspondiendo a otros niveles de gobierno, son realizados por los municipios sin que estos cuenten con financiación suficiente. El segundo, la imposibilidad de llevar a cabo una provisión eficiente de servicios dado el minifundismo que caracteriza nuestro actual mapa municipal. De los 8.000 millones de euros que el Gobierno prevé ahorrar con la reforma, la mayor parte se deriva de las dos medidas que analizaremos: algo más de 3.700 millones de euros con la eliminación de las competencias impropias y cerca de 2.000 millones de euros mediante fusiones y gestión integrada de servicios.

Para cada uno de ellos, en primer lugar, identificamos el problema y ofrecemos algunos datos y referencias que nos permitan entender su alcance. A continuación, describimos la propuesta ofrecida en la LRSAL para tratar de solucionarlo. Por último, hacemos una valoración, desde una perspectiva fundamentalmente económica, de las soluciones planteadas mostrando sus principales debilidades.

2. Delimitación competencial y “gastos impropios”

2.1. Identificación del problema

Un principio fundamental de toda Hacienda Pública, sea o no descentralizada, es la suficiencia, que exista una correspondencia entre las necesidades de gasto derivadas de sus competencias y la financiación ordinaria de la que dispone (1). Dificilmente podremos juzgar como suficiente un sistema de financiación si desconocemos o no están claras las competencias a las que debe hacer frente.

Existe acuerdo, tanto por parte de la academia como de los responsables de los gobiernos locales, sobre la necesidad de clarificar, delimitar mejor, el marco competencial de la Hacienda municipal española. En la falta de ajuste entre los recursos de los que disponen los ayuntamientos y lo que deberían hacer y lo que efectivamente hacen, encuentra justificación buena parte de sus problemas financieros. Se suele denominar *gastos impropios* o *de suplencia* a aquellos gastos que, correspondiendo a otros niveles de gobierno, son llevados a cabo por los municipios sin que exista una financiación específica para ellos.

De acuerdo con la anterior definición, lo que el municipio haga voluntariamente (ámbitos característicos suelen ser los de ocio, cultura y deportes) no daría lugar a gastos de suplencia. Sí lo serían aquellas obligaciones de gasto generadas por la normativa (o su modificación) de otras administraciones sin que se contemple la financiación correspondiente (el ámbito de la seguridad ciudadana ha constituido un ejemplo reciente) o incluso aquellos otros casos de delegación de competencias que, aunque inicialmente esté prevista su financiación, con el paso del tiempo y, especialmente, en situaciones de crisis económica como la actual van relajando sus niveles de cobertura financiera y se acaba transformando en un verdadero gasto de suplencia.

La complejidad del marco competencial derivado de la Ley Reguladora de Bases del Régimen Local (LRBRL) (2) y de la legislación sectorial y estatal sobre cada materia, hace muy difícil la tarea de identificar este tipo de gastos. Más compleja aún resulta su cuantificación ya que a la indeterminación anterior se añaden las deficiencias de las fuentes de información utilizadas para este fin como son encuestas realizadas a los responsables municipales o la clasificación funcional del gasto de los municipios.

Los estudios existentes sobre la materia (Vilalta y cols., 2011, y Tránchez y cols., 2011) presentan discrepancias notables en sus estimaciones que van del 30% al 10% del gasto total, del que, en algunos casos, habría que descontar aquellas partidas que cuentan con financiación específica proporcionada por la Hacienda a la que suplen los municipios.

2.2. La solución de la LRSAL

La LRSAL, como no podía ser de otra manera, reconoce la existencia del problema. De hecho, su eliminación aparece, según vimos, entre sus principales objetivos:

Clarificar las competencias municipales para evitar duplicidades con las competencias de otras Administraciones [...] y que [...] los Ayuntamientos presten servicios sin título competencial específico que les habilite y sin contar con los recursos adecuados para ello...

Con esa finalidad se actúa, inicialmente, en una doble dirección, eliminando o restringiendo las competencias propias y sometiendo la delegación de competencias (por parte del Estado y de las CC.AA.) a estrictos requisitos. En cuanto al primer caso, se suprimen competencias tan relevantes (3) como las relativas a sanidad, educación (4) y servicios sociales (5), obligándose a su transferencia (en distintos plazos) a las CC.AA. (6). En relación a los requisitos de la delegación de competencias se exige la aceptación del municipio, una Memoria económica en la que se especifique el impacto del gasto sobre las administraciones afectadas con prohibición de su aumento, un plazo no inferior a cinco años y la garantía de una financiación suficiente (7).

En lo que específicamente nos ocupa, los gastos impropios, se limita el desempeño de competencias impropias que la ley entiende como aquellas distintas de las propias o de las atribuidas por delegación siempre que se cumplan dos condiciones (8): que no exista riesgo de sostenibilidad financiera de la Hacienda municipal y que no se produzca la ejecución simultánea del mismo servicio con otra Administración pública.

2.3. Valoración

En la terminología de las haciendas descentralizadas los gastos impropios suponen una manifestación de un desequilibrio vertical, un desajuste entre competencias y capacidad financiera desfavorable para la Hacienda municipal con respecto a los niveles superiores de gobierno.

La solución de la LRSAL consiste en dificultar al máximo su reproducción en el futuro imponiendo severas condiciones (inexistencia de duplicidades y sostenibilidad financiera), aunque estas no resultan fáciles de confirmar o, como ya advirtió en su dictamen el Consejo de Estado, adolecen de indeterminación.

La solución para la situación actual no deja de ser parcial. Consiste en un ajuste desde las competencias, reduciendo y limitando la actuación municipal en favor de las CC.AA. Entendemos que una solución de esas características es parcial, en la medida que deja sin resolver efectivamente el otro lado que produce el desajuste, la financiación. Directamente

se adjudica su prestación a las CC.AA. sin contemplar financiación adicional alguna.

La solución de estos desequilibrios requiere consensos y acuerdos previos entre las partes implicadas que acaben siendo trasladados a la ley en vez de decisiones regulatorias que desplacen el problema de la financiación hacia el futuro. Un acuerdo general entre las partes implicadas sería además más respetuoso con las CC.AA. que la solución contemplada por la ley. Nótese que se impide a las CC.AA. la atribución de competencias propias a los municipios en materias de educación, salud y servicios sociales (las dos primeras son materias compartidas con el Estado y la última exclusiva de las CC.AA.). Incluso se obliga a fórmulas de financiación exclusiva de esos servicios por parte de las CC.AA., no permitiendo fórmulas de financiación mixta entre CC.AA. y CCLL que son habituales en algunos servicios.

3. Provisión eficiente de servicios: organización territorial y tamaño mínimo municipal

3.1. Identificación del problema

Cuando nos aproximamos, desde una perspectiva económica, a la prestación de servicios descentralizados poniendo de manifiesto la ventaja que supone la mejora en el ajuste de las preferencias de los ciudadanos, no deberíamos olvidar algunos otros aspectos que limitan esas posibles ventajas, como sucede con el tamaño mínimo necesario para aprovechar las economías de escala y de gestión.

La realidad municipal española con algo más de 8.000 unidades, en la que el municipio mediano no llega a 600 habitantes, el 84% de ellos tiene menos de 5.000 habitantes y un 60% menos de 1.000 habitantes, parece incompatible con el aprovechamiento de las anteriores economías (9). No parece posible prestar, con el actual mapa municipal español, incluso los servicios mínimos de una hacienda local tradicional a un coste razonable. De hecho, algún trabajo del Consejo de Europa estima que el tamaño mínimo viable de un municipio está en 8.000 habitantes y que lo deseable serían poblaciones próximas a los 10.000 habitantes.

3.2. La solución de la LRSAL

¿Qué solución ofrece la nueva ley ante esta realidad que dificulta, cuando no hace imposible, la prestación eficiente de servicios municipales? La estrategia consiste, por una parte, en intentar modificar el mapa municipal mediante fusiones voluntarias incentivadas entre municipios fronterizos (siempre dentro de la misma provincia) al tiempo que se desincentiva la creación de nuevos municipios exigiendo un tamaño mínimo de 5.000 habitantes. Por otra parte, se contempla a la Diputación (o ente equivalente) como solución supramunicipal para la prestación de servicios obligatorios en los municipios de menor población.

Los incentivos al municipio fusionado consisten en la dispensa de nuevos servicios mínimos derivados del aumento de población, la preferencia (durante cinco años) en los planes de cooperación local o subvenciones y la mejora de su financiación mediante transferencias corrientes o participación en los ingresos del Estado (PIE) (10).

La garantía en la prestación de determinados servicios obligatorios por parte de la diputaciones (11), se centra en aquellos municipios de menos de 20.000 habitantes, mediante una fórmula que puede ser resumida del siguiente modo. De conformidad con los municipios afectados, la Diputación propone la forma de prestación (directa por la Diputación o fórmulas de gestión compartida a través de consorcios, mancomunidades u otras fórmulas) y el Ministerio de Hacienda decide (si la CC.AA. ejerce tutela financiera es preceptivo su informe):

- Si la Diputación asume la prestación, repercutirá a los municipios, el *coste efectivo* del servicio en función de su uso y recibirá, en su caso, la tasa correspondiente.
- Los municipios pueden retener la prestación si, a petición de ellos, la Diputación acredita (mediante informe) que pueden prestarlos a un *coste efectivo* inferior a la forma elegida por la ella.

3.3. Valoración

En relación a la modificación del mapa municipal, entendemos que el nuevo umbral poblacional para la creación de municipios (5.000 habitantes) será efectivo

teniendo en cuenta los datos presentados anteriormente aunque, como dijimos, ni siquiera ese límite alcanza el tamaño mínimo derivado de los estudios técnicos.

En sentido contrario, podemos predecir una escasísima o nula efectividad en el cambio de la situación derivada de las fusiones voluntarias incentivadas. Las experiencias exitosas en el ámbito comparado (Dafflon, 1996, y Lotz, 1998), combinan análisis técnicos previos, consenso político, un dilatado periodo de fusión voluntaria en el que se existen incentivos de diverso tipo y un horizonte final de fusiones obligatorias. Algo muy diferente de lo que encontramos en la LRSAL.

En cuanto a la Diputación como solución supramunicipal para la prestación de servicios obligatorios, puede ser útil utilizar como guía de análisis el *Teorema de Oates* que resume las ventajas e inconvenientes de la descentralización de bienes y servicios públicos locales.

Las economías de escala aparecen como un elemento centralizador en la medida que, cuando estas se producen, el gasto por habitante disminuye claramente al aumentar la población. Aunque eso es cierto en el caso de municipios contiguos con población concentrada, no sucede lo mismo cuando se trata de poblaciones dispersas en núcleos de población distanciados. En esos casos lo relevante son las economías de densidad que tienen más que ver con variables como la dispersión de la población y el número de núcleos existentes (Bosch y Solé, 2012) y tales economías no se aprovechan porque tras pasemos la responsabilidad en la prestación del servicio a una instancia superior, como sería la Diputación, ni tampoco porque fusionemos los municipios.

En un trabajo del Instituto de Estudios Fiscales (Paniagua y Rodríguez, 2012) se concluye que el gasto por habitante en competencias obligatorias en los municipios de menos de 5.000 habitantes es cuatro veces superior al de las ciudades de tamaño medio. Me temo que ese trabajo haya servido de referencia para la Memoria Económica de la LRSAL en su estimación de los ahorros por aprovechamientos de economías de escala. Ello supondría un doble error: primero, confundir gasto con costes, y segundo, identificar economías de escala con economías de densidad. En todo caso, habrá que estar pendiente del resultado de los costes efectivos

poder cuantificar los ahorros derivados de la prestación centralizada por parte de las diputaciones.

Un segundo elemento que apoya la descentralización es el contar con un marco adecuado de toma de decisiones que permita ajustar la prestación de los servicios a las preferencias de los ciudadanos. Dada las características de la Diputación, su baja calidad democrática con representantes no elegidos directamente por los ciudadanos, es imposible que se pueda producir ese tipo de ajuste y de ganancias. Más aún, la propuesta olvida por completo la financiación de los servicios, elemento clave en la toma de decisiones eficientes. Una ley de estas características no puede obviar la financiación o mejor aún, la consideración conjunta de competencias y financiación, de gasto e ingreso.

En definitiva, la solución propuesta reduce la autonomía municipal estableciendo un marco de prestación de servicios de escasa calidad democrática que desconoce el ajuste de las preferencias con su correspondiente financiación y presume de ahorros en costes basado en economías de escala difíciles de justificar.

Por lo dicho hasta ahora se trata más de una solución eficaz, cuyo objetivo es garantizar la prestación del servicio con una administración mínimamente profesionalizada, que de conseguir que los servicios se presten eficientemente.

Terminamos con un aspecto positivo de la nueva ley. La obligación de calcular el coste efectivo de los servicios municipales (12). Aunque no exento de problemas técnicos, pensamos que el conocimiento de estos costes, en sus formas alternativas de prestación, y su difusión constituirá un elemento importante de transparencia que contribuirá a mejorar la gestión de los servicios públicos municipales.

NOTAS

- (1) Habría un segundo ajuste más fino, más cualitativo que cuantitativo, que relaciona naturaleza de las competencias con el tipo de financiación (Pedraja, 2009).
- (2) Una prueba la tenemos en el artículo 28 de la LRBRL que contempla la posibilidad de que los municipios realicen actividades de ejecución complementarias de las propias de otras Administraciones y, en particular, las relativas a la educación, la cultura, la promoción de la mujer, la vivienda, la sanidad y la promoción del medio ambiente.
- (3) Se suprimen otras, por ejemplo, la competencia de defensa de consumidores y usuarios y, en otros casos, se restringen como sucede con la competencia de transporte público de viajeros que se limita al transporte colectivo urbano; en el mismo sentido, la relativa al medio ambiente, se reconoce más específicamente como protección contra la contaminación acústica, lumínica y atmosférica de las zonas urbanas.
- (4) Se establece que las normas reguladoras de la financiación de las CC.AA. y de las Haciendas locales fijarán los términos de asunción de estas competencias. Los municipios se quedan con limpieza, conservación y mantenimiento de colegios a cargo de las entidades locales (EE.LL.).
- (5) Se limitan a la evaluación e información de situaciones de necesidad social y a la atención inmediata en situación o riesgo de exclusión social.
- (6) Deberán asumirlas en cinco años (sanidad) y un año (servicios sociales). Transcurridos esos plazos, sin asunción o delegación por las CC.AA. (en los estrictos términos establecidos por la ley), los municipios seguirán prestando esos servicios con retención de cantidades a las CC.AA. del sistema de financiación. El Ministerio de Hacienda establecerá en una Orden la metodología para valorar el coste de esos servicios transferidos.
- (7) Estableciéndose incluso mecanismos que tratan de evitar impagos: renuncia a la delegación, compensación de deudas, retención de participaciones por parte del Estado.
- (8) Se precisan además dos informes previos y vinculantes, el de la Administración competente (que señale la inexistencia de duplicidad) y el de la Administración que tenga atribuida la tutela financiera (sobre la sostenibilidad financiera de las nuevas competencias).
- (9) En todo caso, se trata de una realidad heterogénea con situaciones distintas por CC.AA. Por ejemplo, los municipios de menos de 5.000 habitantes no alcanzan el 20% en Murcia y suponen el 98% en Castilla y León.
- (10) Mejorando los resultados de las variables utilizadas para distribuir las transferencias: aumento en 0,10 puntos la ponderación de la población, esfuerzo fiscal e inverso capacidad tributaria no inferior al más favorable de los municipios fusionados y financiación mínima no inferior a la suma de financiaciones mínimas de cada municipio fusionado.
- (11) Los que más costes generan: recogida y tratamiento de residuos, abastecimiento de agua potable a domicilio, limpieza viaria, acceso a los núcleos de población, pavimentación de vías urbanas y alumbrado público.
- (12) Todas las EE.LL. calcularán, antes del día 1 de noviembre de cada año, el coste efectivo de los servicios que prestan y lo remitirán al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas para su publicación.

BIBLIOGRAFÍA

- Dafflon, B. (1996), «The requirement of a balanced local budget: theory and evidence from the Swiss experience», en Pola, G., France, G., y Levaggi, R. (eds.), *Developments in Local Government Finance*, Cheltenham, Edward Elgar, págs. 228-250.
- Lotz, J. (1998), «Local government reforms in the Nordic countries, theory and practice», en Rattso, J. (ed.): *Fiscal Federalism and state-local finance. The Scandinavian experience*, Edward Elgar, págs. 19-28.
- Muñoz Machado, S. (2013), «Ocho mil millones de euros de ahorro: la compleja reforma de la Administración Local», Círculo Cívico de Opinión.
- Paniagua, M. y Rodríguez, J. (2012), «Reforma de las competencias de los entes locales a fin de eliminar los gastos impropios de los municipios», Instituto de Estudios Fiscales.
- Pedraja, F. (2009), «Algunas claves de la Hacienda municipal y del éxito de sus reformas», Siempre Hacienda Pública: Ensayos en homenaje al profesor Enrique Fuentes Quintana (dir.: Caramés, González-Páramo y Pedraja), Civitas Thomson-Reuters.
- Solé, A. y Bosch, N. (2005), «On the Relationship between Local Authority Size and Expenditure: Lessons for the Design of Intergovernmental Transfers in Spain», *Public Finance Review*, 33, 343-384.
- Tranchez, M.; Martín, J.; Fernández, I.; Alonso, D. y Rodríguez, A. (2011), «Los gastos no obligatorios en los municipios de Madrid, Cataluña y Andalucía», *Documento de Trabajo del Instituto de Estudios Fiscales*, núm. 25/2011.
- Vilalta, M. (2011): *El gasto no obligatorio de los municipios españoles. Ejercicios 2004-2007*, Institut de Economia de Barcelona, Universidad de Barcelona.



CAPITAL HUMANO Y EMPLEO

Coordinador

Pascual Fernández

Profesor de Economía Aplicada, URJC

LAS REFORMAS DEL MERCADO DE TRABAJO Y LAS POLÍTICAS DE EMPLEO. ESTRATEGIA, MEDIDAS Y RESULTADOS

Fátima Báñez

Ministra de Empleo y Seguridad Social

RESUMEN

El Gobierno del Partido Popular puso en marcha la reforma laboral con la intención de frenar la destrucción de empleo y hacer frente a las rigideces del mercado de trabajo, modernizando el marco de relaciones laborales. Una reforma que está cumpliendo sus objetivos, principalmente conteniendo el incremento del paro, moderando la reducción de empleo, avanzando en la reducción de la dualidad, mejorando la flexibilidad del mercado laboral y haciendo nuestra economía más competitiva.

PALABRAS CLAVE

Mercado laboral, Reforma laboral, Negociación colectiva, Empleabilidad, Ultraactividad, Contratación, Reformas estructurales, Flexi-seguridad, Garantía Juvenil, Plan Prepara.

1. Introducción

Las instituciones que ordenan el funcionamiento del mercado de trabajo español y las políticas públicas de fomento del empleo se han demostrado ineficaces durante la presente crisis para satisfacer las necesidades de los ciudadanos. El sistema español ha dado la espalda durante un largo tiempo a los avances que se producían en países de nuestro entorno en este ámbito, y ha mantenido una serie de características que le han ido separando de otras opciones más exitosas en sus objetivos. Las carencias habían sido claramente identificadas, y el menú de opciones de política económica, a la vista de los resultados de otros modelos, era conocido. Sin embargo, durante la primera fase de la crisis no se realizaron, salvo tímidos ajustes del modelo que respetaban escrupulosamente el *statu quo* e impedían avances positivos para el bienestar general de los ciudadanos.

Si bien la regulación laboral y las políticas de empleo no explican íntegramente la evolución de las variables laborales, constituyen elementos que condicionan intensamente el crecimiento económico en el largo plazo y el bienestar social. En España han afectado

negativamente tanto al crecimiento potencial como, de forma más intensa, al bienestar de los ciudadanos. La crisis no ha hecho sino poner de relieve carencias estructurales que debían ser corregidas.

Entre estas carencias destacan la excesiva rigidez del modelo regulatorio que favorecía ajustes vía cantidades y centrados en determinados colectivos, además de limitar la productividad del empleo y crear profundas desigualdades sociales. Por otra parte, la regulación de las condiciones laborales a través de la negociación colectiva estaba muy alejada de las necesidades de trabajadores y empresarios en cada centro de trabajo y era poco dinámica, al permitir que las partes se enrocaran en posiciones insostenibles en el largo plazo contrarias a los intereses de un amplio colectivo de trabajadores. Por último, las políticas de empleo mostraban graves deficiencias derivadas de la limitada corresponsabilidad fiscal y escasa vinculación entre políticas activas y pasivas de empleo, de un elevado grado de descoordinación de las políticas autonómicas entre sí y con respecto a la política nacional y de un escaso enfoque a resultados que limitaba la eficiencia en la utilización de los recursos públicos. También existía un amplio

margen de mejora en la gestión, lucha contra el fraude y en la distribución de los fondos entre alternativas atendiendo a su eficacia para incrementar la empleabilidad de los parados y reducir los periodos de desempleo. Además, el sistema de prestaciones y subsidios de desempleo adolecía de problemas de diseño que limitaban su capacidad de favorecer la inserción de los desempleados.

El Ministerio de Empleo y Seguridad Social (MEYSS) ha puesto en marcha desde 2012 un profundo proceso de reformas estructurales que, junto al resto de medidas adoptadas por el Ejecutivo, están mostrando ya sus frutos. España dispone hoy de un mercado laboral que se parece más al de los países más exitosos en este ámbito y que funciona mejor. En todo caso, una transformación tan profunda del modelo no puede ser sino gradual y, a pesar de los grandes avances realizados, tanto el Estado como las autonomías tienen importantes tareas pendientes en este ámbito que deberán ser afrontadas en los próximos años. Ello resulta vital para nuestro desarrollo como sociedad en un entorno globalizado y competitivo en el que la riqueza depende del conocimiento y en el que la adaptación debe ser constante.

A continuación se sintetizan los elementos fundamentales de la estrategia del Ejecutivo en el ámbito del empleo, las principales medidas adoptadas y los resultados que se han obtenido hasta la fecha con el objetivo de poner en valor los esfuerzos realizados desde el último cambio de Gobierno.

2. Estrategia

El principal objetivo de la política económica española desde 2012 ha sido recuperar la estabilidad macroeconómica y luchar contra el desempleo. Las últimas elecciones generales se celebraron cuando la economía volvía a entrar en recesión tras unos pocos trimestres de crecimiento económico muy débil que fue incapaz de crear empleo. Nunca un Gobierno había asumido el poder con una situación económica tan dramática que amenazaba con una intervención total de la economía por parte de instituciones internacionales. La estrategia de política económica debía combinar medidas urgentes de carácter contracíclico que evitaran

la debacle con reformas estructurales que aseguraran la sostenibilidad en el largo plazo y apuntalaran la confianza. Para ello se establecieron tres ejes de actuación: consolidación presupuestaria, reforma del sistema financiero y reformas estructurales, entre las que destacan la laboral, las de liberalización de mercados, la reforma de las administraciones y la reforma educativa. El MEYSS debía contribuir a esta estrategia en el ámbito de las reformas estructurales, haciendo frente a las debilidades seculares del sistema institucional laboral, y en el ámbito de la consolidación fiscal, tanto en el ámbito del empleo como, de forma aún más intensa, de la Seguridad Social.

En el ámbito del empleo, las medidas adoptadas por el MEYSS responden a una estrategia que abarca dos grandes áreas. Por un lado, las mejoras en la regulación del mercado de trabajo sobre la base de un modelo de flexiseguridad que proteja a los trabajadores y no a los puestos de trabajo. Para ello, y por otro lado, las políticas de empleo deben incrementar su eficiencia, estar más coordinadas y mejor planificadas e incrementar la coherencia entre las denominadas políticas activas y pasivas. En un entorno económico muy dinámico en el que la rotación es intensa el Estado debe centrar sus esfuerzos en facilitar la capacidad de adaptación de los trabajadores al cambio. Solo así se asegura la presencia de empresas competitivas gracias a un capital humano valioso que genera riqueza suficiente para impulsar el bienestar social en el largo plazo.

Por parte de la regulación del mercado de trabajo, las medidas adoptadas han tratado de favorecer las decisiones empresariales de flexibilidad interna con el objetivo de facilitar el mantenimiento del empleo en situaciones de dificultad y la obtención de ganancias de eficiencia empresarial a través de una gestión eficaz de los recursos humanos. En entornos muy competitivos como el actual, la gestión de los recursos humanos debe favorecer una adaptación continua del capital humano para evitar la pérdida de ventajas que terminen por la extinción del proyecto empresarial. La regulación laboral debe continuar limitando los abusos sobre la parte débil de la relación laboral sin impedir una gestión de los recursos humanos eficaz que asegure la viabilidad del proyecto empresarial.

Un mercado laboral excesivamente rígido genera menos empleo y pone en riesgo la generación de riqueza en el largo plazo. Además, el empleo generado es menos estable y favorece la aparición de la dualidad laboral, la presencia de un amplio colectivo de trabajadores en situación de precariedad, que alternan empleos temporales y periodos de desempleo. La protección del puesto de trabajo frente a la protección del trabajador facilita la aparición de unos trabajadores desprotegidos frente a otros que gozan de una supuesta estabilidad laboral que, sin embargo, no es sostenible en el largo plazo.

Las medidas adoptadas en el ámbito de la flexibilidad interna se apoyan tanto en la regulación de decisiones individuales como en la transformación de la negociación colectiva. La voluntad de las partes en este ámbito debe prevalecer, sin que esté justificada una restricción de los acuerdos en centros de trabajo por parte de decisiones adoptadas en otros ámbitos. Tampoco encuentra justificación la denominada ultraactividad indefinida, ya que conduce inevitablemente al hieratismo en las negociaciones. Por ello, era necesario acercar la negociación a la empresa, garantizar la libertad en las negociaciones en el ámbito empresarial, facilitar una negociación continua, más dinámica, introducir incentivos para modernizar las cláusulas de los convenios y superar los automatismos en base a indicadores que poco tienen que ver con la realidad del proyecto empresarial y poner medios para hacer de la ultraactividad una cláusula residual y en todo caso limitada en el tiempo.

Por otra parte, las medidas de flexibilidad externa o extinciones contractuales condicionan intensamente las decisiones de contratación estable. El despido debe ser el último recurso, pero en ocasiones está justificado y no debe suponer una carga inasumible para los empresarios. En el modelo español la mayor parte de los despidos era injustificado, muy gravosos, el despido podía ser sin causa (despido exprés) y la intervención administrativa en medidas extintivas de carácter colectivo suponía la introducción de criterios políticos en decisiones amparadas por la libertad de empresa y la tutela judicial efectiva. En este ámbito se han adoptado medidas que acercan a España a los niveles de protección frente al despido de otros países desarrollados, que clarifican cuándo

la decisión extintiva está justificada y que introducen un nuevo proceso en las decisiones colectivas que favorece una solución negociada que muchas veces limita los ajustes sobre el empleo a través de la asunción medidas de flexibilidad interna.

Tanto las medidas de flexibilidad interna y negociación colectiva como las de flexibilidad externa y regulación de la contratación tienen como objetivo incrementar la estabilidad del empleo, favorecer la contratación estable y limitar la incidencia de la dualidad para impulsar la productividad del empleo, la competitividad de las empresas, la empleabilidad de los trabajadores y, en definitiva, el bienestar social.

En cuanto a las políticas públicas de empleo, constituyen un complemento indispensable en el nuevo modelo. El Estado debe facilitar a los ciudadanos servicios públicos de calidad que permitan mantener un poder adquisitivo suficiente en periodos de desempleo, así como incentivar y favorecer una rápida reinserción. En su caso, los servicios de empleo deberán facilitar la adquisición de nuevas habilidades demandadas por el tejido productivo y adecuadas a las capacidades del trabajador. Los medios son la planificación y coordinación de unas políticas coherentes en todo el territorio nacional, las labores de asesoramiento, orientación e intermediación laboral, la política de formación para el empleo, las ayudas a la contratación, la gestión de prestaciones, su diseño y el control de las mismas.

La estrategia del Gobierno se ve intensamente condicionada por la distribución de competencias en este ámbito, ya que son las CC.AA. quienes detentan la competencia en la gestión de las políticas activas de empleo. Por tanto, el Estado puede poner medios que favorezcan una gestión eficaz y coordinada de las políticas activas, pero son las autonomías las que en última instancia tienen la responsabilidad en este ámbito. Aparecen dos dificultades derivadas de la limitada corresponsabilidad fiscal en el ámbito de las políticas pasivas —las políticas activas son esenciales para el control del cumplimiento de las obligaciones de los demandantes de empleo— y de la escasa percepción ciudadana de la distribución de responsabilidad política en este ámbito.

Además de hacer frente a estas dificultades, la estrategia en este ámbito se centra en mejorar las labores de

coordinación y planificación con una clara orientación a resultados, en el suministro de nuevas herramientas de gestión en base a la colaboración público privada en aras de la eficiencia y en la selección de proveedores en base a la concurrencia competitiva. Asimismo, es fundamental incrementar la vinculación entre políticas activas y pasivas de empleo, haciéndolo frente al fraude, a las incoherencias en el diseño del sistema de prestaciones —que no siempre atendía equitativamente las situaciones de mayor necesidad— y a concepciones erróneas de los objetivos de las transferencias de rentas, que siempre deben ligarse a una serie de obligaciones del perceptor para favorecer la inserción.

La estrategia de reformas en el ámbito del MEYSS se centra por tanto en introducir un nuevo modelo de flexiseguridad complementado por unas políticas de activación para el empleo que suministren servicios públicos de calidad basados en la eficiencia y orientados a resultados.

3. Medidas

La cantidad y profundidad de las medidas adoptadas en el ámbito del empleo en los últimos 24 meses en España no tiene precedentes en la reciente historia democrática. La urgencia de la situación y la ausencia de reformas de calado en las dos legislaturas anteriores han favorecido la adopción gradual de un amplio y coherente conjunto de medidas que están transformando el sistema institucional del empleo en España. Sin duda, la más relevante fue la reforma laboral de febrero de 2012. El paquete legislativo incidía en la regulación del mercado de trabajo en todos sus ámbitos, incluyendo medidas de flexibilidad interna y negociación colectiva. También introducía modificaciones en la contratación —como el nuevo contrato de emprendedores, de carácter coyuntural, o el contrato para la formación y el aprendizaje— y sentaba las bases del modelo de reforma de las políticas de activación para el empleo, con cambios en formación para el empleo e intermediación laboral entre otros.

Las medidas adoptadas en la reforma laboral vinieron acompañadas de cambios en la tramitación parlamentaria del Real Decreto-Ley, de desarrollos reglamentarios muy relevantes que fueron presentándose a lo largo del otoño de 2012, y de un continuo proceso

de ajuste fino que trata de corregir los problemas o dificultades en su aplicación que se identifican a través de un intenso seguimiento del debate público, las informaciones recibidas a través del diálogo social y del seguimiento de las decisiones de los tribunales. El Real Decreto-Ley adoptado en agosto de 2013 (3) es un claro ejemplo en este sentido.

Además el Gobierno presentó en agosto de 2013 un informe de impacto que ha sido completado por un informe independiente de la OCDE. También se han introducido numerosas mejoras en los sistemas de información y elaboración de estadísticas para mejorar el seguimiento del efecto de las medidas adoptadas. Otras medidas muy recientes relacionadas con la reforma laboral han sido la introducción de una intensa simplificación administrativa de la contratación y los cambios en la contratación a tiempo parcial adoptados en diciembre de 2013.

En el ámbito de las políticas de activación destacan los avances en la planificación y coordinación de las políticas de activación de desempleados. Como no puede ser de otra forma, los avances se han realizado en intensa colaboración con las CC.AA. y han sido ratificados por estas en las diversas conferencias sectoriales celebradas en estos dos últimos años. De forma paralela se han desarrollados numerosos grupos de trabajo y puesta en común de iniciativas, alternativas y buenas prácticas. Las autonomías disponen de un primer borrador de una nueva Estrategia española de empleo con carácter plurianual que será aprobada próximamente. La Estrategia se ha elaborado sobre los avances ya realizados en los Planes anuales de Empleo de 2012 y 2013 que incorporan como gran novedad una orientación de las políticas públicas a resultados que condicionan los fondos recibidos por las CC.AA. en base al rendimiento en una serie de indicadores consensuados previamente.

Asimismo, se han producido las primeras convocatorias de formación para el empleo plenamente competitivas y actualmente se está desarrollando un intenso diálogo social tripartito para culminar la transformación del sistema de formación para el empleo. De forma simultánea, y también en base a avances ya introducidos por la reforma laboral, se está introduciendo un nuevo sistema de formación dual y cambios en la

normativa de los contratos en prácticas. La coordinación con las autoridades educativas es intensa en este ámbito. Ambas medidas favorecen la transición entre la educación y el empleo de los jóvenes españoles. Con relación a este colectivo también destaca la Estrategia de Emprendimiento y Empleo Joven que incorporó medidas a corto y largo plazo para favorecer la empleabilidad de este colectivo afectado por unas tasas de desempleo especialmente elevadas. La Garantía Juvenil Europea, actualmente en fase de diseño, contribuirá también sin duda a favorecer una inserción laboral de calidad en este colectivo.

Otro ámbito en el que el avance ha sido muy relevante es la puesta en marcha del sistema de colaboración público privada para la intermediación laboral que pretende superar las actuales limitaciones de los servicios públicos de empleo. Se ha concluido un acuerdo marco nacional que sienta las bases para un desarrollo homogéneo del modelo en el territorio y que suministra una herramienta de gran utilidad a las autonomías para incrementar la eficiencia de sus acciones de inserción. El ya anunciado Portal único de empleo también contribuirá a reducir el tiempo de desempleo al acelerar los emparejamientos y favorecer una mayor calidad en los mismos.

Los cambios en la composición del presupuesto de políticas para el empleo también merecen ser mencionados. El MEYSS ha tratado de compatibilizar las exigencias de consolidación presupuestaria con la introducción de mejoras estructurales. Por ello, gran parte de los ahorros generados en el ajuste presupuestario de julio 2012 se derivaron de la eliminación de muchas bonificaciones a la contratación que adolecían de graves problemas de diseño que generaban un elevado efecto peso muerto. Se optó por mantener las bonificaciones más eficaces, es decir, aquellas destinadas a colectivos muy concretos con graves problemas de empleabilidad, y por llevar a cabo un diseño muy cuidadoso de los nuevos incentivos introducidos. Estos han favorecido especialmente a los jóvenes y a las pequeñas empresas, como es el caso de los incentivos ligados al contrato emprendedores. En el futuro, el presupuesto debería asemejarse en mayor medida al de otros países desarrollados, en los que las bonificaciones a la contratación juegan un papel residual por su limitada eficacia como mecanismos de inserción laboral.

Por último, en cuanto a las políticas pasivas de empleo, el Gobierno realizó una reforma en profundidad del Plan PREPARA (los 400€) en agosto de 2012 tras una evaluación de las ediciones previas del programa. La reforma introdujo numerosos elementos novedosos, como la exigencia de acreditar la búsqueda activa de empleo para acceder al subsidio o el incremento de la prestación para desempleados con cargas familiares. Asimismo, en julio de 2012 se introdujeron importantes modificaciones en otras prestaciones y subsidios de desempleo con el objetivo de incentivar la activación de desempleados, facilitar el control del compromiso de actividad, vincular en mayor medida los subsidios a las necesidades de carácter asistencial y racionalizar el sistema en su conjunto, evitando solapamientos entre prestaciones y situaciones de falta de equidad en el tratamiento de los beneficiarios.

Por su parte, las medidas adoptadas en el ámbito de la Seguridad Social también tienen un impacto en el crecimiento a largo plazo y por tanto en el empleo. En este ámbito destacan las medidas adoptadas para el impulso del envejecimiento activo, especialmente la reforma de la jubilación anticipada, la jubilación parcial y la compatibilidad entre empleo y pensión. También merece la pena resaltar la importancia del nuevo factor de sostenibilidad y de la Ley de Desindexación para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones que, entre otras medidas de menor calado adoptadas en el mismo sentido, evitarán que en el futuro la presión fiscal sobre las rentas laborales sea excesiva a pesar del proceso de envejecimiento. El Proyecto de Ley de Mutuas también tendrá un impacto positivo sobre el empleo y la productividad laboral.

Todas estas medidas constituyen el núcleo de las iniciativas adoptadas para cumplir con la estrategia de política económica. No obstante, no constituye una lista exhaustiva ni abarca todas las iniciativas adoptadas por el MEYSS. Deben al menos mencionarse de forma adicional los cambios introducidos en la Ley de emprendedores y el apoyo al trabajo autónomo, las mejoras en los sistemas de gestión de las Seguridad Social y el SEPE, el plan de lucha contra el fraude en el ámbito laboral o los avances y ahorros generados en la gestión administrativa del ministerio.

4. Resultados

La evolución reciente del mercado de trabajo español avala la estrategia de política económica adoptada. No obstante, resulta muy complejo valorar separadamente el impacto de cada una de las medidas adoptadas dado que se han introducido cambios profundos y simultáneos en muchos ámbitos que han coincidido en el tiempo con un entorno internacional muy complejo y con intensas reformas en otros ámbitos. La gradualidad con que las medidas despliegan sus efectos contribuye a dificultar el análisis.

En todo caso, los signos de un mejor funcionamiento del mercado de trabajo español son evidentes. El Gobierno ha dado prioridad al análisis de impacto de las medidas adoptadas desde el comienzo de la legislatura con el objetivo de introducir modificaciones cuando fuera necesario, mejorar el diseño de futuras medidas y contribuir a incrementar la confianza en la economía. La intensidad del seguimiento y la transparencia del proceso son inéditas en este ámbito.

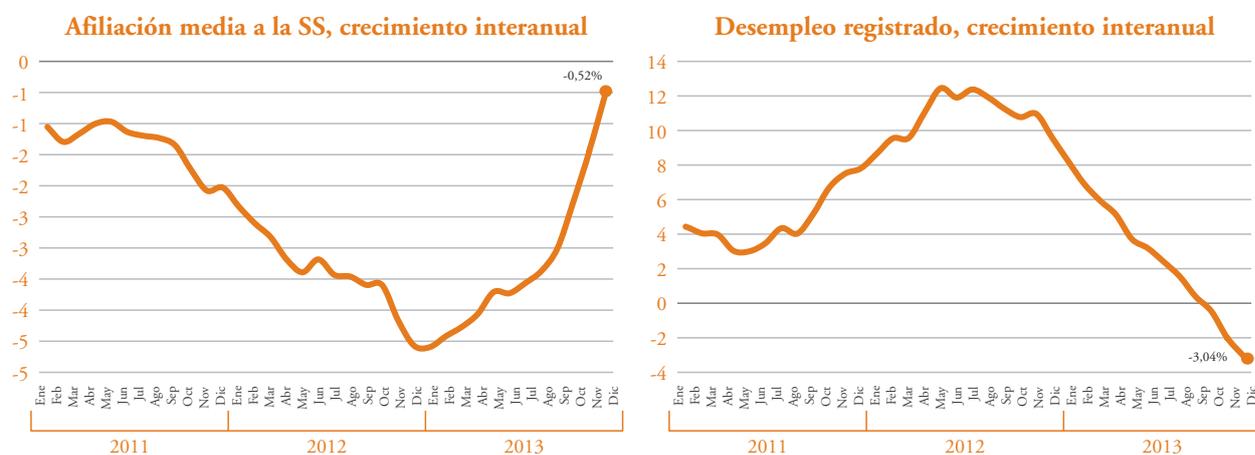
El Gobierno publicó un amplio informe de carácter técnico en agosto de 2013 que ponía de relieve los cambios que se estaban produciendo en el funcionamiento del mercado. Aunque las principales instituciones económicas internacionales ya habían respaldado la estrategia de

reformas adoptada, la evolución del empleo desde mediados de 2013 y el avance en la competitividad medida por costes laborales unitarios han permitido confirmar sus planteamientos. No solo se habían dado pasos en la dirección correcta, sino que los resultados avalaban la defensa del Gobierno de su política en este ámbito.

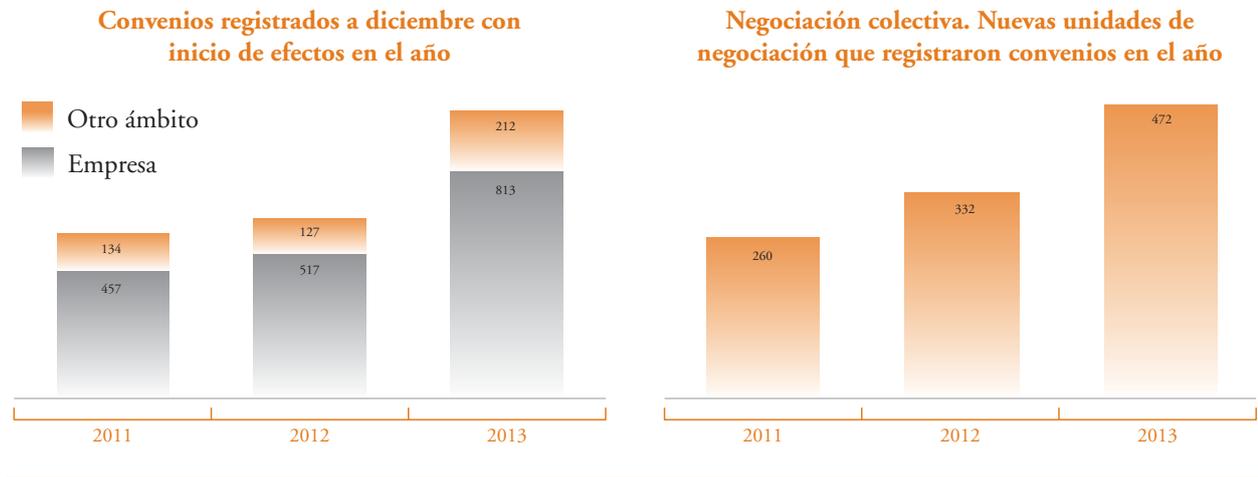
También en la segunda mitad de 2013 se han conocido otros informes que confirman las afirmaciones del documento elaborado por el Gobierno. Tanto el Banco de España como la OCDE han identificado mejoras relevantes, una opinión compartida por numerosos análisis privados. La evidencia es cada vez más clara y más significativa.

Cuando el Gobierno lanzó la reforma laboral muchos criticaron el momento elegido para adoptar las medidas y dibujaron un escenario apocalíptico de destrucción de empleo como consecuencia de las medidas adoptadas. La realidad ha refutado estas afirmaciones. La reforma laboral ha contribuido a moderar la destrucción de empleo privado en la fase recesiva y está permitiendo crear empleo desde menores tasas de crecimiento económico. La contratación indefinida se ha visto favorecida, el impulso a la flexibilidad interna es evidente, la negociación colectiva es más dinámica, se ha normalizado el despido procedente, se ha incrementado la calidad de las políticas de empleo y las auto-

Gráfico 1
Evolución interanual de paro registrado y afiliación
En porcentaje



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Gráfico 2**Convenios con inicio de efectos económicos en el año y nuevas unidades de negociación (dinamismo en la negociación colectiva)**

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

más cuentan con nuevas herramientas que facilitan su gestión que hoy es más ordenada y homogénea en el territorio. España ha ganado competitividad internacional, está atrayendo de nuevo la inversión extranjera y se ha recuperado la confianza en la capacidad de crecimiento futuro. Todas estas afirmaciones se apoyan en datos rigurosos contenidos en los informes del Gobierno, Banco de España, OCDE, FMI, BCE e instituciones privadas. La Comisión europea y nuestros socios de la UE avalan el camino recorrido.

Dos datos sintetizan los progresos realizados. España redujo el número de parado registrados en casi 150.000 efectivos en 2013, un año de contracción económica, mientras que apenas se destruyeron 80.000 empleos según los datos de afiliación a la Seguridad Social. La caída del empleo medida a través de la variación interanual de la afiliación media a la Seguridad Social se sitúa en torno al $-0,5\%$ en diciembre de 2013 y en las próximas semanas España volverá a crear empleo tras cinco largos años de recesión.

5. Conclusión

A pesar de todos los avances realizados el conformismo no constituye una opción dado el enorme *stock* de desempleados existente. Queda mucho por hacer y el

MEYSS va a continuar trabajando para que España cree empleo de calidad que asegure el bienestar social y el crecimiento económico en los próximos años.

El desempleo de larga duración y el empleo joven son los dos grandes retos a los que se enfrentan los gestores públicos, Estado y autonomías. Sin embargo, ni la superación del problema puede acometerse exclusivamente desde el ámbito del MEYSS, ni es posible que arraiguen los cambios en la cultura del empleo sin el apoyo de los agentes sociales, la sociedad civil y cada uno de los ciudadanos.

El rechazo a la complacencia no supone rechazar el optimismo. España es sin duda uno de los milagros económicos del último siglo y, a pesar de la grave crisis que hemos atravesado, continuamos en el grupo de cabeza de las naciones desarrolladas. En el pasado se han superado situaciones tan o más graves como la actual y no tengo ninguna duda de la capacidad de nuestra sociedad para continuar avanzando social y económicamente en el siglo XXI.

NOTA

- (1) Real Decreto-Ley 11/2013, de 2 de agosto, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.

el nuevo lunes

de la economía y la sociedad

CADA SEMANA EN SU QUIOSCO

Síguenos en: www.elnuevolunes.es

EL NUEVO LUNES le ofrece las claves para entender, en un entorno cambiante, el mundo de la economía, la empresa y el dinero. Con reflexión y rigor. A fondo

Y, además, los **Rating** de **EL NUEVO LUNES**: una radiografía y calificación anual de las entidades financieras, compañías de seguros y empresas energéticas

Y nuestros suplementos: **Guía para su Dinero**, **Empresas bajo la Lupa**, **Ciencia y Técnica**, **Nuevas Tecnologías de la Información**, **Mercados Emergentes** y **Golf**



EL NUEVO LUNES: información y análisis con criterio propio

CAMBIOS EN LA JUBILACIÓN DE LOS ESPAÑOLES DURANTE LA CRISIS

Catalina Amuedo-Dorantes

San Diego State University

Cristina Borra

Universidad de Sevilla

RESUMEN

En este trabajo analizamos las tendencias fundamentales en las decisiones de jubilación de los trabajadores españoles utilizando datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) desde el año 2000 hasta el 2013, así como la información del módulo de la EPA sobre transición del mercado laboral a la jubilación (2012) y del módulo de la EPA sobre salida del mercado laboral y transición hacia la jubilación definitiva (2006).

PALABRAS CLAVE

Jubilación, Gran Recesión, Encuesta de Población Activa.

1. Introducción

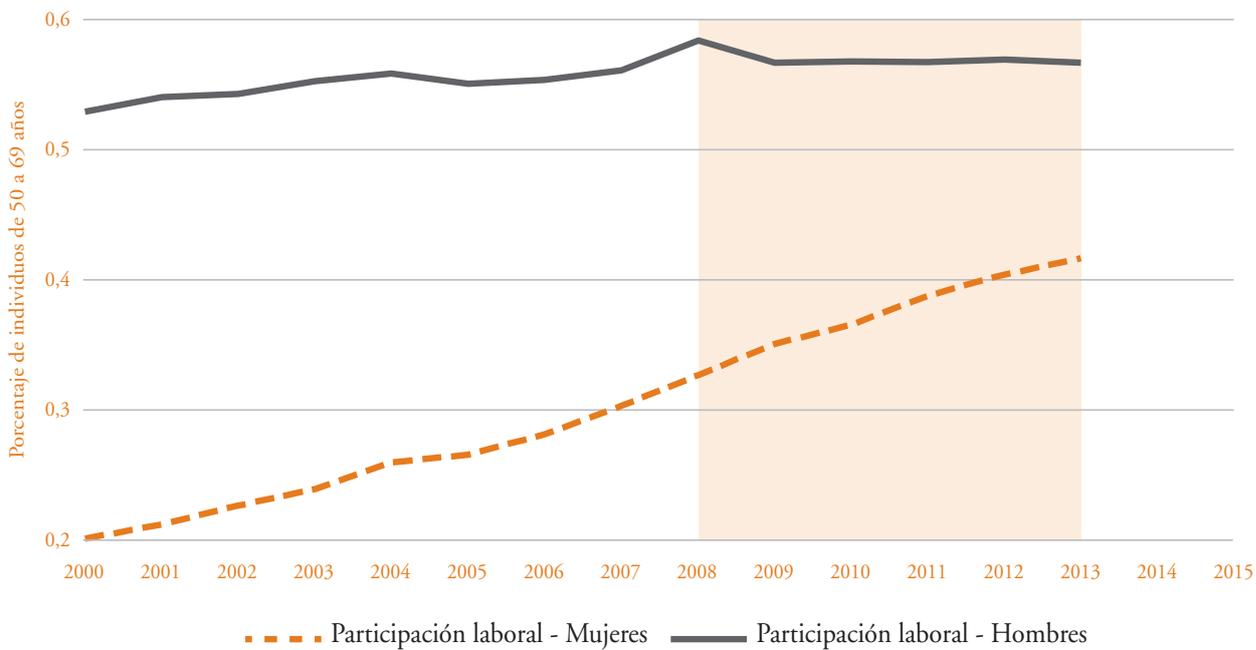
La crisis económica denominada Gran Recesión que comenzó en los Estados Unidos en diciembre de 2007 está teniendo un impacto significativo en la economía española. El desempleo ha aumentado a una tasa cercana al 25%. La pérdida de empleo, junto con el estallido de la burbuja inmobiliaria y la fuerte caída en la valoración de los activos experimentada en los mercados financieros, han afectado gravemente a una buena parte de los hogares españoles. Las decisiones de retiro pueden haberse visto afectadas por estas dos fuerzas (Bosworth y Burtless, 2010; Coile y Levine, 2011; Goda y cols., 2011). Por un lado, las malas expectativas de empleo han podido generar un efecto de trabajador desanimado por el que los trabajadores mayores que pierden su empleo deciden abandonar la población activa. Pero, por otro lado, las reducciones de renta y riqueza, debido, no solo al desempleo, sino también a las caídas en los precios de los activos reales y financieros, han podido estimular un cierto retraso en la jubilación o un retorno a la población activa (efecto *trabajador añadido*) de algunos trabajadores cercanos a la edad de jubilación.

En este trabajo analizamos las tendencias fundamentales en las decisiones de jubilación de los trabajadores españoles utilizando datos de la Encuesta de Población Activa desde el año 2000 hasta el 2013. Intentaremos documentar si se ha producido un cambio en las tendencias tras el inicio de la crisis, diferenciando por edad, género, nivel educativo y sector económico. Por último, utilizaremos la información del módulo de la EPA sobre transición del mercado laboral a la jubilación (2012) y del módulo de la EPA sobre salida del mercado laboral y transición hacia la jubilación definitiva (2006) para analizar si se ha producido un cambio en los motivos de acceso a la jubilación con la recesión.

2. Principales tendencias por género

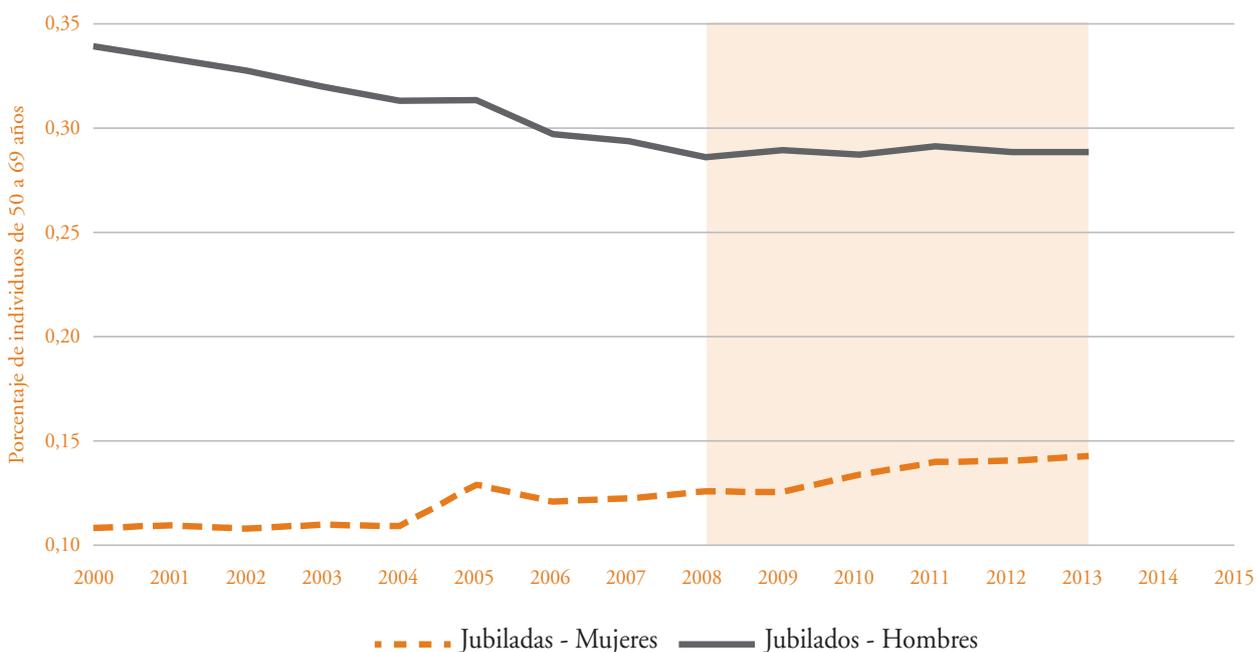
Para comenzar nuestra descripción de la evolución de las decisiones laborales de los individuos de 50 a 69 años, se presenta en el gráfico 1 la participación laboral de esta población, distinguiendo por género. En general, la participación laboral de los hombres no ha cambiado sustancialmente a lo largo de todo el periodo, mientras que la de la mujer se ha incrementado

Gráfico 1
Evolución de la participación laboral



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Gráfico 2
Evolución de la proporción de la población jubilada



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

significativamente. Esto puede deberse a un efecto de trabajador añadido, por el que las mujeres se han incorporado a la fuerza laboral para compensar las disminuciones de renta fruto de la pérdida de empleo de los cabezas de familia.

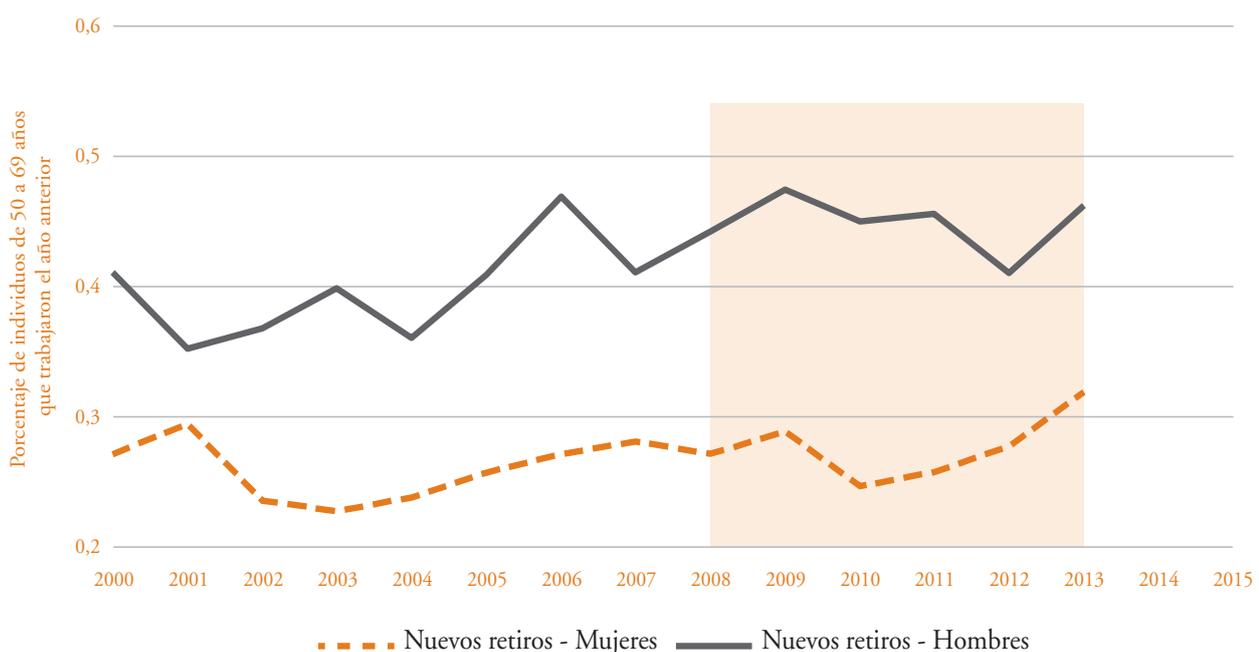
¿Ha habido un cambio sustancial en las jubilaciones con la llegada de la crisis? Al objeto de contestar esta pregunta, el gráfico 2 muestra la evolución de la proporción de la población jubilada del total con 50 a 69 años. El porcentaje de hombres jubilados con respecto a la población total masculina en dicho grupo de edad presenta una tendencia decreciente que la crisis parece haber ralentizado. Esto podría deberse a la necesidad de retrasar la edad de jubilación tras la pérdida pronunciada de riqueza que ha traído consigo la crisis. Sin embargo, la crisis no parece haber afectado de modo significativo la tendencia creciente del porcentaje de mujeres jubiladas; en todo caso, la ha incrementado.

Parece, sin embargo, que los efectos de la crisis deberían sentirse más sobre el número de *nuevos* retira-

dos que sobre el número *total* de retirados. Por ello, seleccionamos aquellos individuos de entre 50 y 69 años que declaran estar trabajando el año anterior y computamos la proporción de estos que afirman estar jubilados un año más tarde. El gráfico 3 muestra la evolución de esta tasa de nuevos jubilados, los cuales podemos clasificar como transiciones a la jubilación desde el empleo. Como se observa, pese a que el inicio de la recesión incrementó las nuevas jubilaciones, con posterioridad se redujeron, volviéndose a incrementar en los últimos años, especialmente entre las mujeres.

Por último, nos preguntamos si la edad de retiro de hombres y mujeres se ha visto sustancialmente afectada por la crisis. El gráfico 4 muestra la edad en la que se produce la transición del empleo a la jubilación para hombres y mujeres en dos periodos de tiempo 2000-2007 y 2008-2013. Las líneas prácticamente se superponen, tanto para hombres como para mujeres, a excepción de una cierta mayor tendencia a la jubilación anticipada en los hombres tras la crisis.

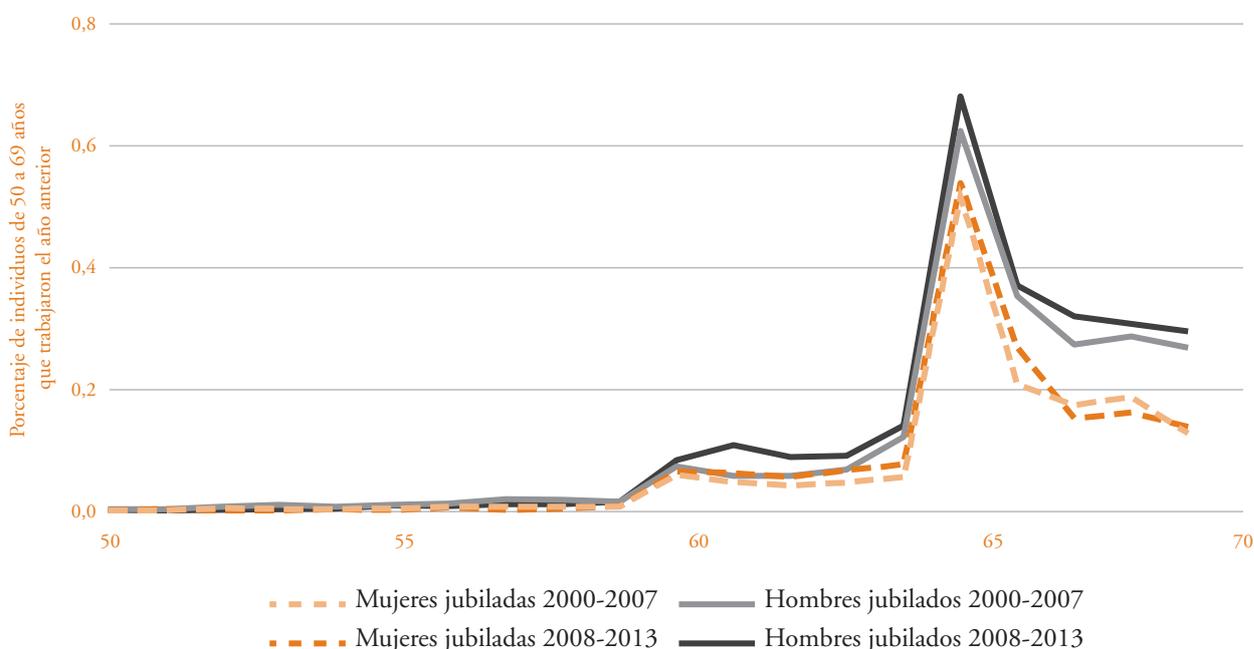
Gráfico 3
Transiciones del empleo a la jubilación



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Gráfico 4

Edad media de jubilación



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

3. Tendencias a la jubilación por nivel educativo y último sector de empleo

En este apartado analizamos si la crisis ha impactado la tendencia a la jubilación de modo diferente en función del nivel educativo y del sector de empleo del trabajador. El gráfico 5 presenta el porcentaje de hombres retirados en tres categorías educativas: estudios primarios o inferiores, estudios de secundaria y estudios universitarios. El gráfico 6 muestra la correspondiente figura para las mujeres. El porcentaje de hombres jubilados con educación primaria, especialmente, ha aumentado durante la crisis. Igualmente, durante 2008 y 2011 aumentó la proporción de hombres universitarios retirados, aunque dicha tendencia parece haberse ralentizado en el último año. Por el contrario, el porcentaje de hombres jubilados con educación secundaria ha decaído durante la mayor parte de la crisis. Al igual que para los hombres, el porcentaje de mujeres jubiladas con educación primaria siguió aumentando durante la crisis, al igual que el de aquellas con educación secundaria a partir del 2010. Sin embargo, el porcentaje de

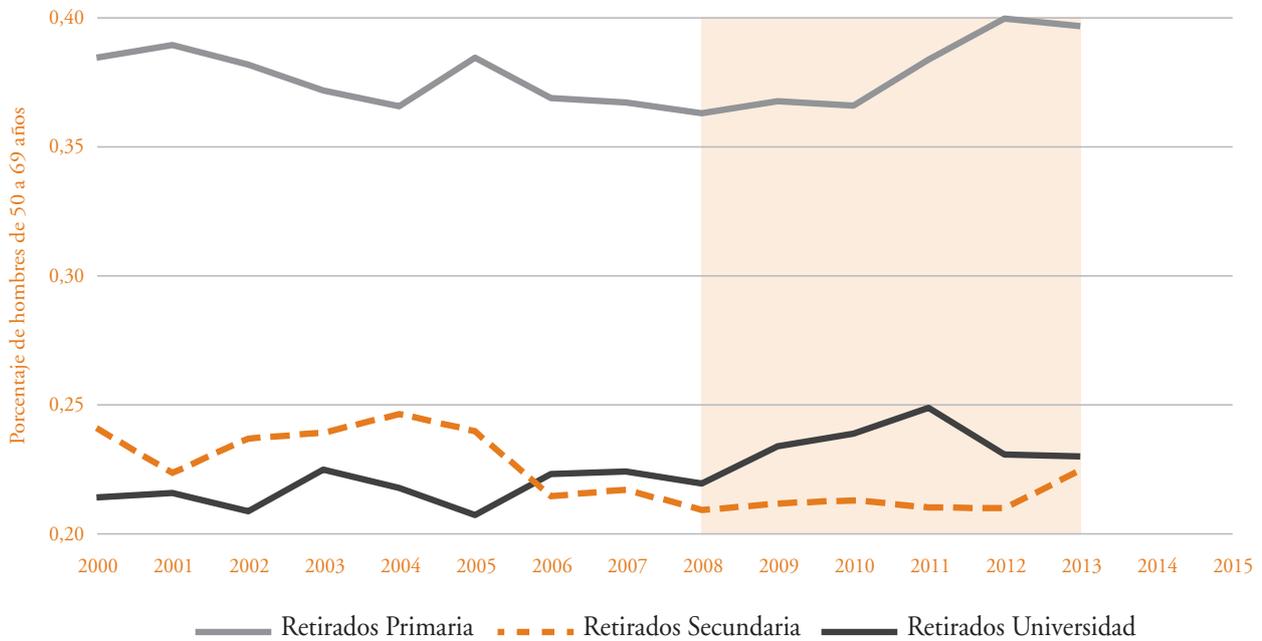
mujeres jubiladas con educación universitaria no parece haber cambiado de modo significativo.

El gráfico 7 muestra el porcentaje de hombres que accedieron al retiro en cada año distinguiendo según sector económico de procedencia. Ha habido un claro aumento en el acceso a la jubilación de hombres previamente empleados en el sector de la construcción y, en menor medida, de aquellos trabajando en la industria y en los servicios. Sin embargo, no se observan cambios significativos entre hombres previamente empleados en la agricultura, para los cuales las transiciones a la jubilación siguen mostrando subidas y bajadas similares a las ya existentes antes de la crisis que posiblemente están relacionadas con cambios en el régimen de jubilación.

4. Cambios en las pautas de jubilación: edad y motivo de jubilación

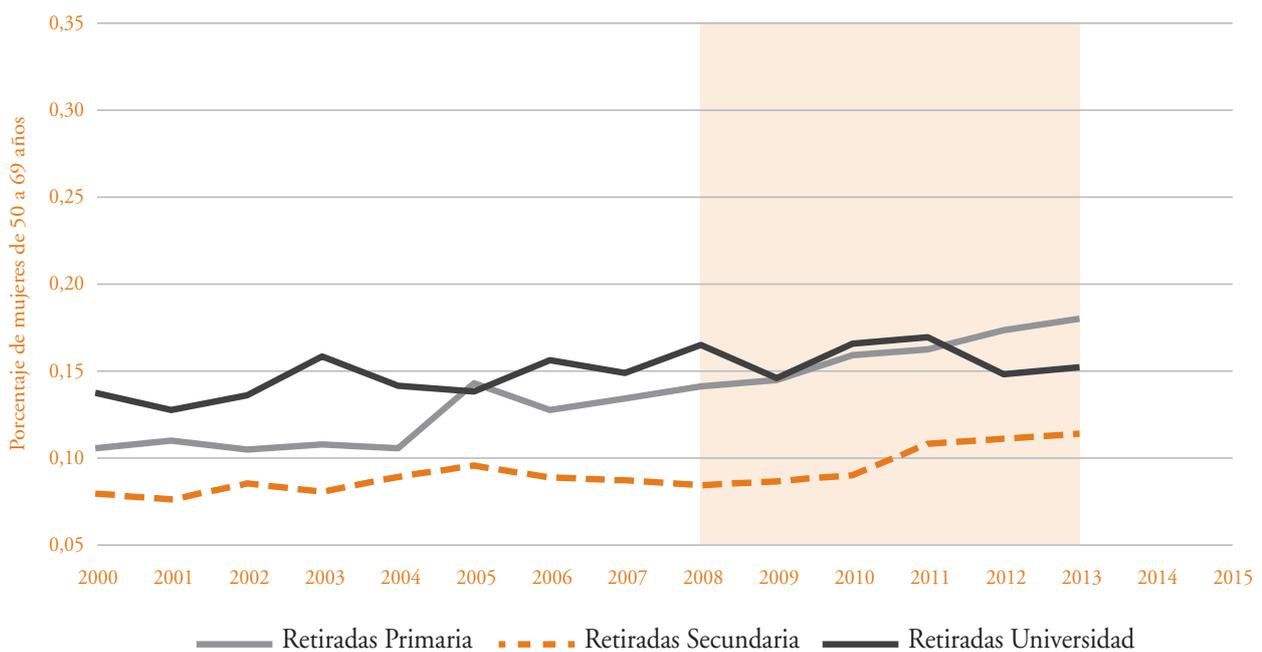
En este apartado nos preguntamos si se han producido cambios en las pautas de jubilación entre 2006 y 2012.

Gráfico 5
Porcentaje de hombres jubilados por nivel educativo



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

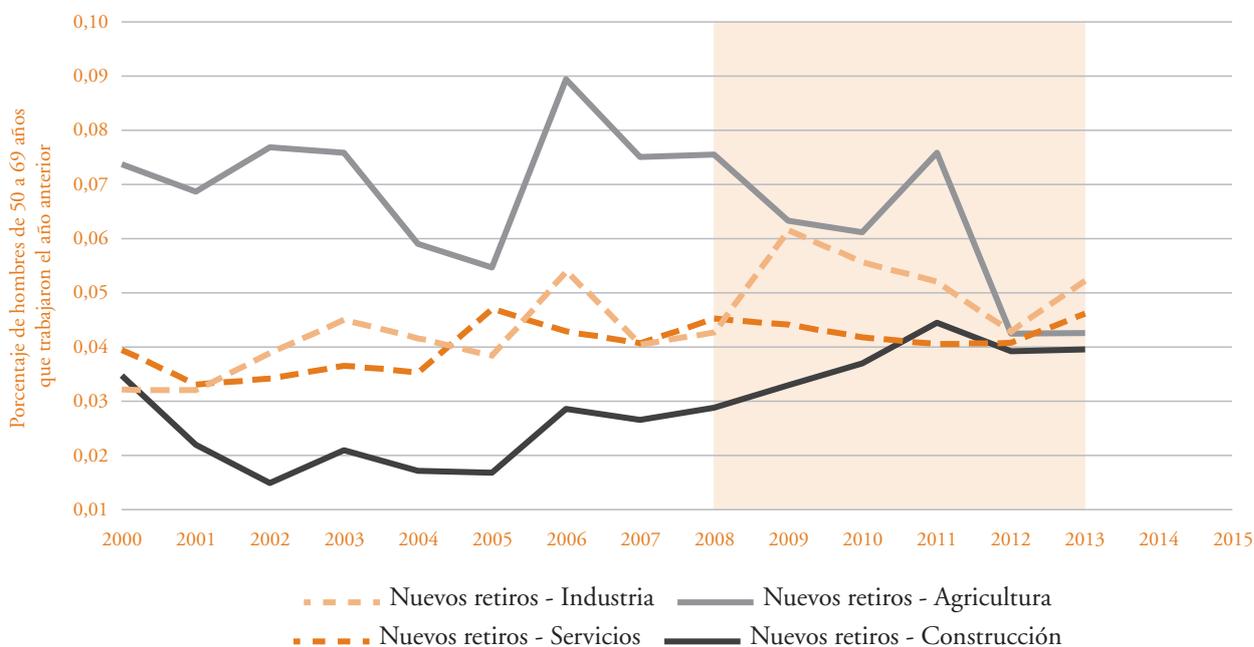
Gráfico 6
Porcentaje de mujeres jubiladas por nivel educativo



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Gráfico 7

Transiciones a la jubilación según el sector de empleo, solo hombres



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Para ello utilizamos la información contenida en dos módulos adicionales de la EPA y nos preguntamos si se ha producido un cambio en la edad media para la jubilación y en los motivos de acceso a la jubilación, distinguiendo por sexo y niveles educativos en la medida de lo posible. Concretamente empleamos los microdatos procedentes del módulo sobre salida del mercado laboral y transición hacia la jubilación definitiva (EPA 2006) y del módulo de transición del mercado laboral a la jubilación (EPA 2012). Los tamaños muestrales son diferentes debido a la diferente población objetivo que consideran los estudios: la población de 50 a 69 años en el módulo del 2006 y la población en este rango de edad que recibe una pensión en el módulo del 2012.

El cuadro 1 presenta la edad media a la que se comienza a recibir la pensión de jubilación. La primera columna muestra la edad media en 2006, la segunda columna la correspondiente a 2012, y la última columna realiza un test de diferencia en las medias. La edad media de jubilación ha aumentado significativamente para hombres y mujeres, aunque en mayor medida para los primeros. Por nivel educativo, el mayor aumento en la

edad de jubilación se observa entre hombres y mujeres con educación secundaria, para los cuales se incrementó en más de año y medio. A este grupo le siguen hombres y mujeres con educación universitaria, para los cuales el aumento en la edad de jubilación llegó a más de un año. Los menores aumentos en la edad de jubilación, por tanto, se observan entre hombres con educación primaria; mientras que las mujeres con dicho nivel educativo adelantaron su retiro ligeramente.

Para el análisis de los motivos de la jubilación, hemos tenido que realizar una armonización respecto a las opciones disponibles en ambos módulos que nos permite identificar únicamente cinco categorías, junto a la categoría de *otros*. Parece que la crisis económica no solo ha duplicado la proporción de individuos que dice jubilarse por la pérdida del puesto de trabajo o por problemas laborales, como cabría esperar. También ha incrementado la proporción de individuos que se retiran por incentivos para la jubilación (un 112%), por responsabilidades de cuidado de otras personas (44%) y, en menor medida, aquellos que se retiran por motivos de salud (18%) (cuadro 2).

Cuadro 1**Edad a la que se percibe la primera pensión de jubilación**

Grupos	Año 2006		Año 2012		Wald-test
	Media	Desv. típ.	Media	Desv. típ.	
Edad media todos los individuos	60,99	(4,4)	61,73	(3,9)	33,65
Edad media varones	60,82	(4,4)	61,66	(3,9)	29,03
Edad media mujeres	61,44	(4,3)	61,87	(3,8)	3,81
<i>Edad media varones por nivel educativo</i>					
Estudios primarios o inferiores	61,38	(4,2)	62,11	(3,6)	18,43
Estudios de secundaria	59,79	(4,7)	61,25	(4,0)	21,11
Estudios universitarios	60,18	(4,4)	61,22	(4,3)	5,18
<i>Edad media mujeres por nivel educativo</i>					
Estudios primarios o inferiores	62,30	(3,8)	62,02	(4,1)	1,05
Estudios de secundaria	59,95	(5,1)	61,85	(3,7)	14,52
Estudios universitarios	60,32	(3,8)	61,60	(3,0)	6,51

Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Un análisis más detallado por género revela algunas diferencias significativas entre hombres y mujeres. En concreto, ha habido un aumento más destacado de retirados por problemas relacionados con el puesto de trabajo,

por incentivos para la jubilación o por pérdida/desaparición del puesto de trabajo entre las mujeres (de un 263, 182 y 149%, respectivamente) que entre los hombres (de un 122, 97 y 64%, correspondientemente).

Cuadro 2**Motivos de acceso a la jubilación**

Motivo de jubilación	Hombres		Mujeres		Total	
	2006	2012	2006	2012	2006	2012
Pérdida o desaparición del puesto de trabajo	5,81	9,55	2,74	6,83	4,19	8,40
Enfermedad o incapacidad	15,82	19,69	17,06	18,63	16,23	19,19
Responsabilidades de cuidado de otras personas	0,96	1,36	4,73	5,95	1,83	2,63
Problemas relacionados con el puesto de trabajo	2,98	6,61	0,71	2,58	2,17	4,93
Incentivos o condiciones favorables para la jubilación	7,62	14,98	3,25	9,18	6,45	13,72
Otros, incluido el cumplimiento de los requisitos legales	66,81	47,81	71,52	56,83	69,12	51,13
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Observaciones	1.468	3.020	608	1.398	2.076	4.418

Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Cuadro 3**Edad media de jubilación según motivo aducido**

Motivo	Año 2006		Año 2012		Wald-test
	Media	Desv. típ.	Media	Desv. típ.	
<i>Hombres</i>					
Pérdida o desaparición del puesto de trabajo	59,58	(3,5)	61,57	(2,9)	12,21
Enfermedad o incapacidad	58,43	(4,6)	59,36	(4,7)	2,48
Responsabilidades de cuidado de otras personas	61,76	(4,6)	61,47	(4,8)	0,03
Problemas relacionados con el puesto de trabajo	59,57	(3,5)	60,69	(3,6)	1,91
Incentivos o condiciones favorables para la jubilación	59,98	(2,9)	60,53	(3,4)	1,89
Otros, incluido el cumplimiento de los requisitos legales	63,34	(2,9)	63,29	(2,8)	0,11
<i>Mujeres</i>					
Pérdida o desaparición del puesto de trabajo	60,39	(3,9)	61,39	(3,5)	0,68
Enfermedad o incapacidad	59,90	(4,0)	60,22	(4,8)	0,24
Responsabilidades de cuidado de otras personas	61,06	(2,1)	62,62	(2,4)	5,00
Problemas relacionados con el puesto de trabajo	61,11	(1,6)	60,04	(5,3)	0,50
Incentivos o condiciones favorables para la jubilación	59,17	(2,7)	60,56	(3,6)	3,35
Otros, incluido el cumplimiento de los requisitos legales	63,21	(3,4)	63,03	(2,7)	0,40

Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

Sin embargo, el aumento en la proporción de hombres que se retiran por motivos de salud tras la crisis (24%) o para cuidar a otras personas (42%) ha sido mayor que entre las mujeres (9 y 26%, respectivamente).

Finalmente, resulta interesante indagar si la edad media de acceso a la pensión por jubilación depende del motivo aducido para comenzar a percibirla y si esta edad ha cambiado significativamente entre 2006 y 2012. El cuadro 3 recoge esta información. Antes de la crisis, las personas que aducían problemas de salud eran las que antes accedían a la pensión de jubilación, sobre todo

en el caso de los hombres. En el caso de las mujeres, las jubilaciones más tempranas ocurrían por incentivos o condiciones favorables para la jubilación. Tras la crisis, entre los hombres, la menor edad de jubilación sigue observándose entre aquellos que aducen motivos de salud al retirarse. Sin embargo, entre las mujeres, la jubilación por condiciones favorables toma un segundo plano y las jubilaciones más tempranas son aquellas por problemas relacionados con el puesto de trabajo.

Más aún, la crisis parece haber aumentado en mayor medida la edad de jubilación de hombres que indican

retirarse por pérdida o desaparición del puesto de trabajo (en casi dos años, *i.e.* 1,99) y muy ligeramente adelantado la jubilación de aquellos que se retiran con la intención de cuidar a otros. Entre las mujeres, el mayor aumento en la edad de jubilación se observa en aquellas que aducen retirarse por incentivos/condiciones laborales, por pérdida/desaparición del puesto de trabajo o para cuidar a otros —en todos los casos de más de un año—. Por el contrario, la crisis parece haber adelantado en un año la edad de jubilación de mujeres que argumentan retirarse por problemas relacionados con el puesto de trabajo.

5. Conclusión

En este estudio descriptivo examinamos cambios en la jubilación con la llegada de la crisis por género, nivel educativo y previo sector de empleo. Usando datos del segundo trimestre de la EPA del 2000 al 2013 y de los módulos de transición del empleo a la jubilación del 2006 y 2012, encontramos varias tendencias laborales destacables. En *primer* lugar, hubo un aumento en el porcentaje de jubilaciones al comienzo y final de la crisis, particularmente en el caso de las mujeres. El aumento también ha estado concentrado en personas de niveles educativos más bajos y, por sector de empleo, en individuos empleados en el sector de la construcción. En *segundo* lugar, los motivos de la jubilación parecen haber cambiado con la crisis. En concreto, la crisis ha duplicado la proporción de individuos que aduce la pérdida del puesto de trabajo o los problemas laborales. Igualmente, la recesión ha incrementado la proporción de individuos que se jubilan por incentivos para la jubilación, por responsabilidades de cuidado de otras personas y, en menor medida, aquellos que se retiran por motivos de salud. *Finalmente*, ha habido un aumento significativo de la edad de jubilación, especialmente para los hombres aduciendo pérdida

del empleo, para los cuales se alargó en casi dos años. Por niveles educativos, los mayores incrementos en la edad de jubilación se han concentrado en personas con nivel de educación secundaria, para los cuales aumentó en año y medio, seguidos de aquellos con educación universitaria, quienes experimentaron aumentos de un año en su edad de retiro.

Sin duda alguna, en los próximos años, será de gran interés al conocer la evolución de estas tendencias al objeto de entender mejor las secuelas que recesiones económicas puedan tener para adoptar, de ser necesario, medidas preventivas que garanticen el bienestar de la población más severamente afectada.

BIBLIOGRAFÍA

- Bosworth, Barry, P. y Gary Burtless (2010): «Recessions, Wealth Destruction, and the Timing of Retirement», Working Papers, Center for Retirement Research at Boston College wp2010-21. <http://crr.bc.edu/working-papers/recessions-wealth-destruction-and-the-timing-of-retirement/>.
- Coile, Courtney, C. y Phillip B. Levine (2011): «Recessions, Retirement, and Social Security», *American Economic Review*, 101(3): 23-38.
- Goda, GopiShoh, John B., Shoven y SitaNataraj Slavov (2011): «What Explains Changes in Retirement Plans during the Great Recession?», *American Economic Review*, 101(3): 29-34.
- Gustman, Alan. L., Thomas L.; Steinmeier y Nahid Tabatabai (2011): «How Did the Recession of 2007-2009 Affect the Wealth and Retirement of the Near Retirement Age Population in the Health and Retirement Study?», National Bureau of Economic Research Working Paper núm. 17547.
- Instituto Nacional de Estadística (2000-2013): Encuesta de Población Activa. Microdatos.
- Instituto Nacional de Estadística (2006): Encuesta de Población Activa. Módulo de salida del mercado laboral y transición a la jubilación definitiva.
- Instituto Nacional de Estadística (2012): Encuesta de Población Activa. Módulo de transición de la vida laboral a la jubilación.

LA SITUACIÓN DE LA MUJER EN EL MERCADO LABORAL DESPUÉS DE LA CRISIS

Lorenzo Escot Mangas y José Andrés Fernández Cornejo

Directores del grupo de investigación Complutense "Análisis económico de la diversidad y políticas de igualdad" y profesores, UCM

RESUMEN

En este artículo, en primer lugar, se analiza en qué medida la situación de las mujeres en el mercado laboral español ha experimentado modificaciones a lo largo de los últimos años de crisis económica, destacando tres ámbitos de desigualdad: la brecha salarial de género, la insuficiente presencia femenina en los puestos directivos, y la menor participación laboral de las mujeres. Pero además, en segundo lugar, se analizan algunos de los determinantes de estos desiguales resultados, tales como la disimilitud con la que se distribuyen las mujeres y los varones en el tipo de estudios realizados y en las ocupaciones desempeñadas; o la falta de corresponsabilidad de mujeres y hombres en las tareas del hogar y en los cuidados de personas dependientes. En ambos casos, como se verá a continuación, se trata de aspectos que trascienden del mercado laboral y que están relacionados con las normas sociales y los roles de género. El artículo concluye con una referencia a las políticas públicas que, de cara al periodo de recuperación que tiene la economía española por delante, puedan contribuir a reducir las desigualdades de género que todavía existen al mismo tiempo que se fomenta la competitividad y el crecimiento.

PALABRAS CLAVE

Mercado laboral, Brecha salarial, Segregación de género, Penalización por maternidad, Corresponsabilidad, Directivas, Emprendedoras.

1. Introducción

Tras cinco años de crisis económica, ¿ha cambiado la situación de la mujer en el mercado laboral (respecto de la del hombre)? ¿Se ha avanzado en la igualdad de género en el mercado laboral durante este periodo? De cara a los próximos años de recuperación, ¿queda mucho por hacer en esta materia? Para intentar responder a estas cuestiones, en el presente artículo se van a revisar los principales ámbitos del mercado laboral en los que se observan resultados desiguales entre hombres y mujeres, pero, asimismo, se abordarán algunas de las causas últimas de esos desiguales resultados.

2. Resultados desiguales de hombres y mujeres en el mercado laboral

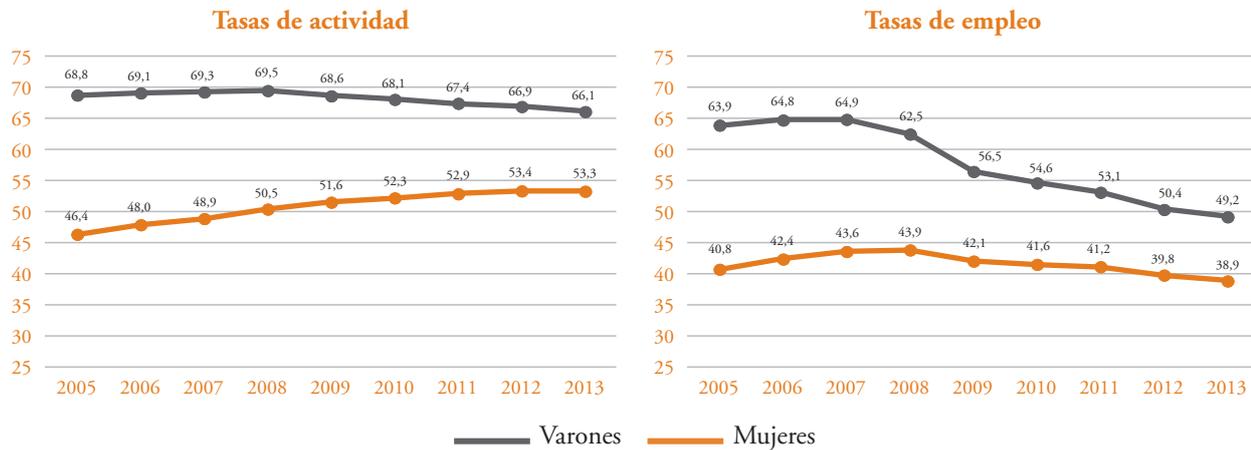
Se pueden destacar tres ámbitos en los que se observan resultados laborales desiguales (en promedio) entre hombres y mujeres en el mercado laboral: la brecha salarial de género, la insuficiente presencia femenina en

los puestos directivos y la menor participación laboral de las mujeres.

La brecha salarial (los puntos porcentuales en que el salario medio femenino se sitúa por debajo del masculino) se puede considerar que es el resultado final, o punto de llegada, de la desigualdad de género en el mercado laboral. Según la Encuesta de Estructura Salarial (Anual) del INE, la ganancia media bruta anual de las mujeres era 23 puntos porcentuales menor que la de los varones en 2011 (último dato disponible). Esta brecha se explica, en parte, por la menor jornada laboral promedio de las mujeres; por ejemplo, según la EPA, en 2011 el número medio de horas efectivas semanales trabajadas por los varones era de 40,2, mientras que para las mujeres era de 34,3 horas. Por ello es preciso conocer también cuál es la brecha salarial cuando los ingresos se miden *por hora*. Y en este sentido, la ganancia media por hora femenina era 16,3 puntos porcentuales menor que la masculina. Por lo que respecta a su evolución temporal, parece que la brecha

Gráfico 1**Evolución de las tasas de actividad y de empleo femeninas y masculinas**

Porcentaje respecto de la población en edad de trabajar (16 años o más)



Notas: Tasa de actividad: activos respecto de la población en edad de trabajar (16 y más años); tasa de empleo: ocupados respecto de la población en edad de trabajar. Los datos de 2005 a 2012 son anuales; el dato de 2013 es el del segundo trimestre.

Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA), INE.

salarial (medida en ganancia por hora) tiende a mantenerse; por ejemplo, en 2008 esta era del 15,7% (1).

Por su parte, la insuficiente presencia femenina en los puestos directivos y de responsabilidad de las organizaciones es uno de los fenómenos que, precisamente, están detrás de la brecha salarial. Según la EPA, la participación femenina en el grupo de ocupaciones *directores y gerentes* (en donde se engloban ocupaciones directivas de todos los niveles) ha experimentado a lo largo de los últimos años una tendencia ligeramente creciente, hasta situarse en un nivel del orden del 30% en 2013. Sin embargo, como se verá posteriormente, al desagregar esos datos en diferentes niveles de dirección se sigue observando una acentuada reducción en el porcentaje de mujeres a medida que se escala en la jerarquía de las organizaciones.

Y en lo concerniente a la participación femenina en el mercado laboral (tasas de actividad y de empleo), se observan algunos aspectos como los recogidos en el gráfico 1. En primer lugar, como se puede ver en el gráfico de la izquierda, entre 2005 y 2013 se mantiene la tendencia (estructural) al aumento de la tasa de actividad femenina (aunque dicho aumento se desacelera en los últimos años), de manera que se ha avanzado ligera-

mente en el proceso de convergencia entre las tasas de actividad masculinas y femeninas. Sin embargo, como pone de manifiesto el gráfico de la derecha, la fuerte destrucción de empleo que ha tenido lugar durante la crisis, que ha afectado más a los varones que a las mujeres (sobre todo, durante la primera fase de la crisis, que afectó intensamente a un sector muy masculinizado, como es la construcción), ha hecho caer fuertemente la tasa de empleo masculina, que ha pasado desde el 64,9% en 2007 al 49,2% en 2013 (la tasa de empleo femenina también baja, pero mucho menos). Por esta razón en este gráfico se observa un avance mucho más acentuado (y coyuntural) en la convergencia entre las tasas de empleo masculinas y femeninas. Esta evolución de las tasas de empleo ha dado lugar, entre otras cosas, a que aumente el número de hogares en donde el principal proveedor de recursos pasa a ser la mujer.

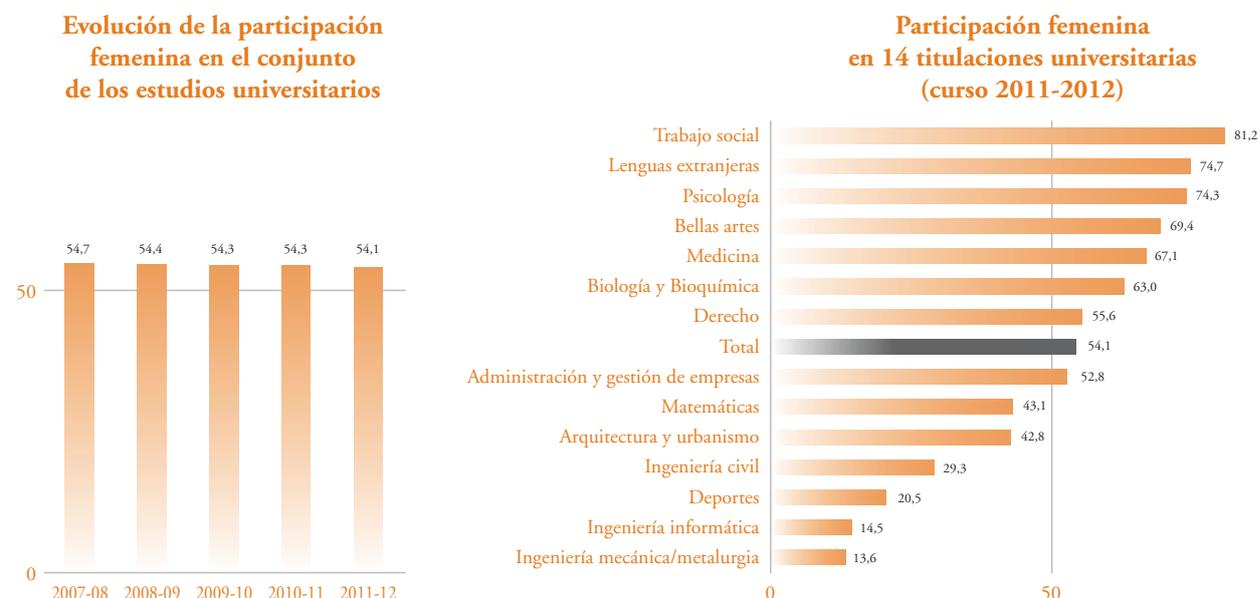
3. Segregación horizontal y vertical de género

Una vez mencionados esos resultados desiguales que alcanzan en promedio las mujeres y los hombres en el mercado laboral, el paso siguiente sería preguntarse por qué se dan esos resultados desiguales. Una explicación de ello es la existencia de ocupaciones (y sectores)

Gráfico 2

Participación de las chicas en los estudios universitarios. Total y 14 titulaciones

Porcentaje de alumnas respecto del total del alumnado



Nota: Se refiere a estudiantes matriculados en estudios de grado y de las antiguas licenciaturas o diplomaturas. Es decir, no se incluyen los estudios de másteres oficiales.

Fuente: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

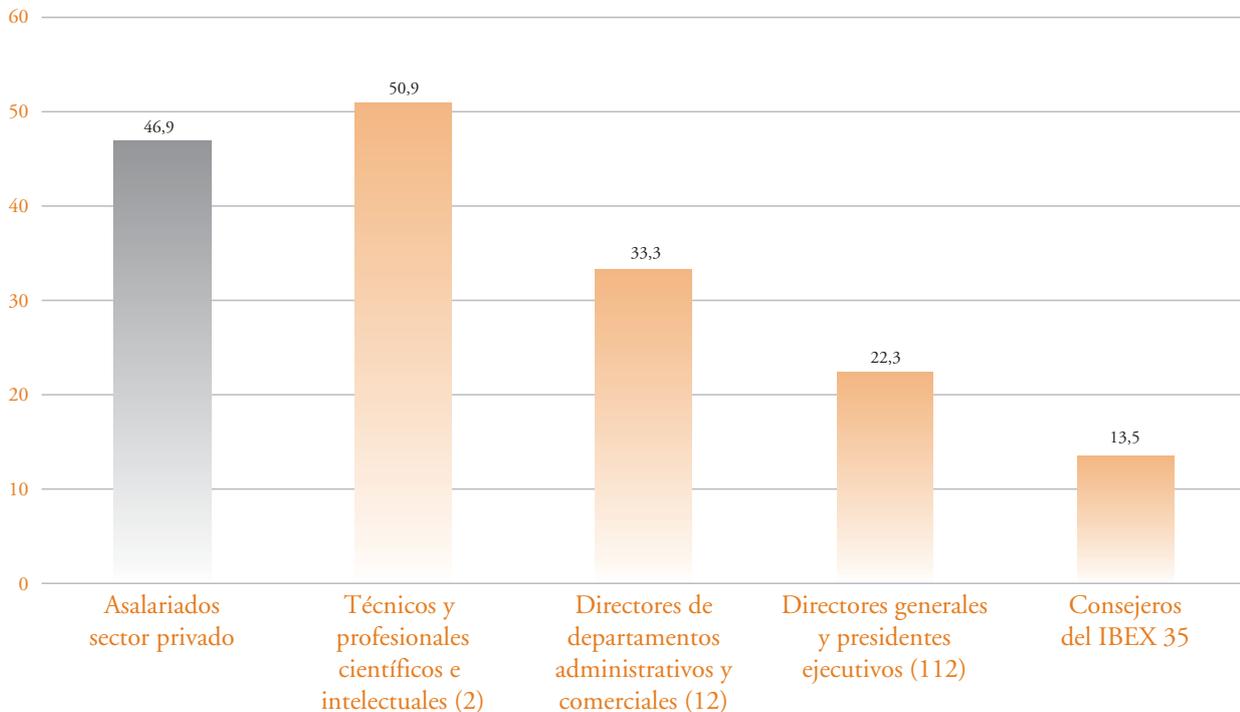
masculinizados y feminizados. Este fenómeno, conocido en la literatura como *segregación ocupacional*, tiene un carácter bastante universal y persistente y, en la medida en que implica que las mujeres están relativamente concentradas en ocupaciones de menor remuneración, estatus y posibilidades de promoción (muchas de ellas relacionadas con los cuidados), se estaría ante un fenómeno que explica (en parte) la brecha salarial y la baja participación de las trabajadoras en los puestos directivos. Por ejemplo, en el nivel universitario los varones están sobrerrepresentados en las ocupaciones en las que se obtienen ingresos más elevados y donde hay más oportunidades de promoción, como las ingenierías o la informática, mientras que las mujeres están sobrerrepresentadas en ocupaciones de menores ingresos que aquellas, como las ocupaciones relacionadas con las humanidades.

¿Se seguirán manteniendo esos altos niveles de segregación ocupacional en el futuro? Para contestar a esta pregunta hay que ver qué están estudiando los chicos y

las chicas en la actualidad. En el gráfico 2 se muestra el caso de los estudios universitarios. Es bien sabido que la presencia de las mujeres es mayoritaria en la universidad. Como se puede ver en la parte de la izquierda del gráfico, a lo largo del periodo 2007-2012, las mujeres constituían alrededor del 54,5% del alumnado matriculado en estudios universitarios (esta cifra sube a alrededor del 59% cuando lo que se mide es el porcentaje de mujeres respecto del total de egresados en cada curso). Sin embargo, este gran avance de las mujeres en su incorporación a los estudios universitarios contrasta con el importante grado de segregación de género en el ámbito de estudios que sigue existiendo. En la parte de la derecha del gráfico se muestra cuál era la distribución de las chicas y los chicos matriculados en 14 carreras universitarias en el curso 2011-12 (el curso más reciente para el que se dispone de datos). Como se puede ver, en las carreras tradicionalmente consideradas como femeninas seguía habiendo un alto porcentaje de mujeres, como en trabajo social, que en el curso 2011-2012 tenía un 81,2% de mujeres matri-

Gráfico 3**Presencia femenina en puestos de dirección de las empresas del sector privado. España 2013**

Porcentaje de mujeres respecto del total de trabajadores de ambos sexos de cada grupo



Notas: El gráfico se ha construido a partir de los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) del primer trimestre de 2013. El grupo de referencia es el de asalariados del sector privado, y las agrupaciones de ocupaciones se han hecho a partir de la CNO-11. A estos datos se ha añadido el porcentaje de mujeres en los consejos del IBEX 35, correspondiente a 2012, proveniente de la CNMV.

Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA) y CNMV.

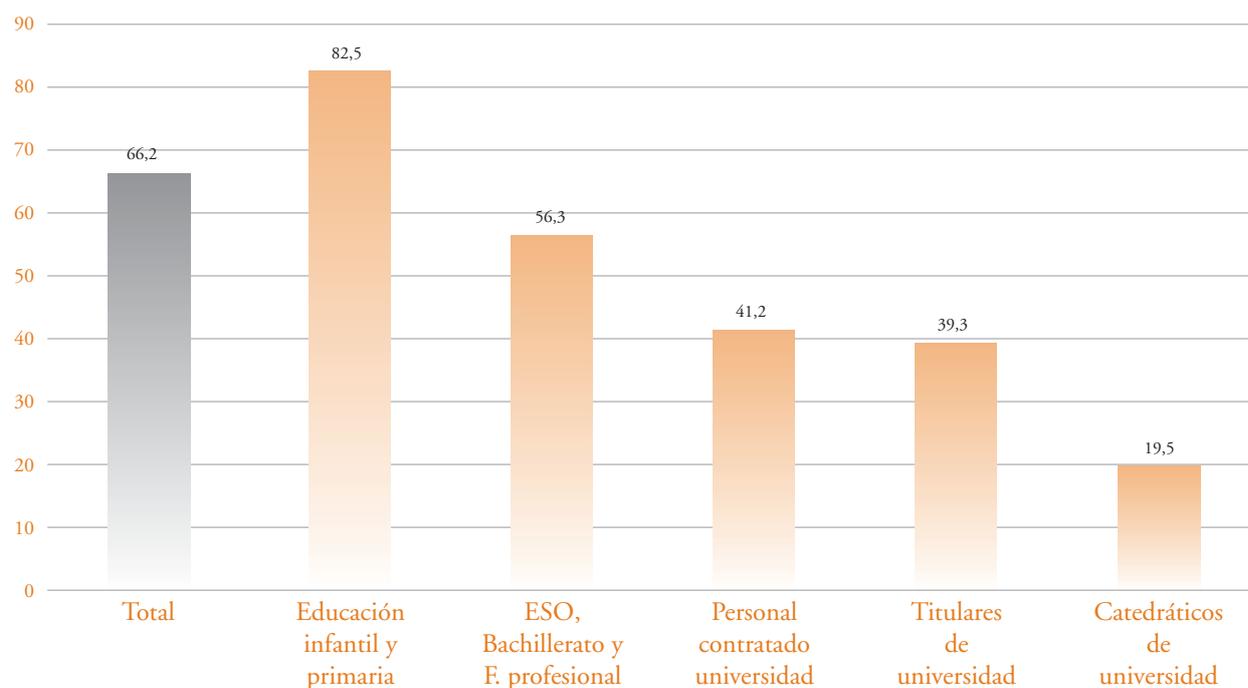
culadas; mientras que en algunas de las carreras tradicionalmente más asociadas con los varones pasaba lo contrario, como por ejemplo en ingeniería informática, en donde el porcentaje de mujeres matriculadas era tan solo del 14,5%.

Este importante grado de segregación de género *educacional* parece que no ha bajado en los últimos años y, además, parece que se intensifica a medida que se consideran niveles académicos inferiores. O, dicho de otra manera, el grado de disimilitud con que las chicas y los chicos se distribuyen entre titulaciones es mayor para el caso de los ciclos formativos de grado medio de formación profesional que para el caso de los ciclos formativos de grado superior de FP, y es mayor para estos últimos que para el caso de los estudios universitarios.

Lo anterior se corresponde con el fenómeno de la segregación *horizontal*, pero también existe la segregación *vertical*, o a lo largo de la escala jerárquica de las organizaciones. En el gráfico 3 se muestra cómo, para el caso de las empresas y organizaciones privadas, la presencia de las mujeres se reduce a medida que se consideran niveles jerárquicos superiores: por ejemplo, las mujeres constituían en 2013 el 33,3% de los directores de departamentos administrativos y comerciales de las empresas, pero esa presencia se iba reduciendo hasta alcanzar una participación en los consejos de administración de las empresas del IBEX 35 de tan solo del 13,5% (aun así, en este último caso se ha producido una importante mejora, dado que en 2005 el porcentaje de mujeres en los consejos del IBEX 35 era del 3,5% [2]).

Gráfico 4**Presencia femenina en el profesorado en España, según el nivel de enseñanza impartido. Curso 2011-2012**

Porcentaje de profesoras respecto del total del profesorado de ambos sexos de cada nivel



Notas: Los datos sobre el profesorado universitario corresponden a las universidades públicas; en el profesorado de enseñanza infantil, primaria, ESO, bachillerato y FP se incluyen centros públicos y privados.

Fuente: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

Otro ejemplo muy notorio de segregación vertical es el del sector de la enseñanza: como se puede ver en el gráfico 4, a medida que se consideran ocupaciones de profesorado asociadas con un estatus académico más alto, baja considerablemente la presencia en ellas de las mujeres.

Un último ámbito encuadrable dentro del fenómeno de la segregación ocupacional de género tiene que ver con el emprendimiento. En efecto, también se observa que hay menos mujeres que varones que deciden hacerse empresarias o emprendedoras. Así se recoge en estudios internacionales, como el del Global Entrepreneurship Monitor (GEM), y así lo pone de manifiesto el gráfico 5. En él se puede ver que el porcentaje de varones (sobre el total de varones ocupados) que son trabajadores por cuenta propia tiende a aumentar en los últimos años, hasta alcanzar un 22,3% en 2013,

mientras que el porcentaje de mujeres en esta misma situación se queda tan solo en el 13,3% en 2013. Y, por su parte, los porcentajes de trabajadores/as por cuenta propia que además son empleadores/as eran, respectivamente, en 2013, del 6,7% para los varones y tan solo del 3,4% para las mujeres.

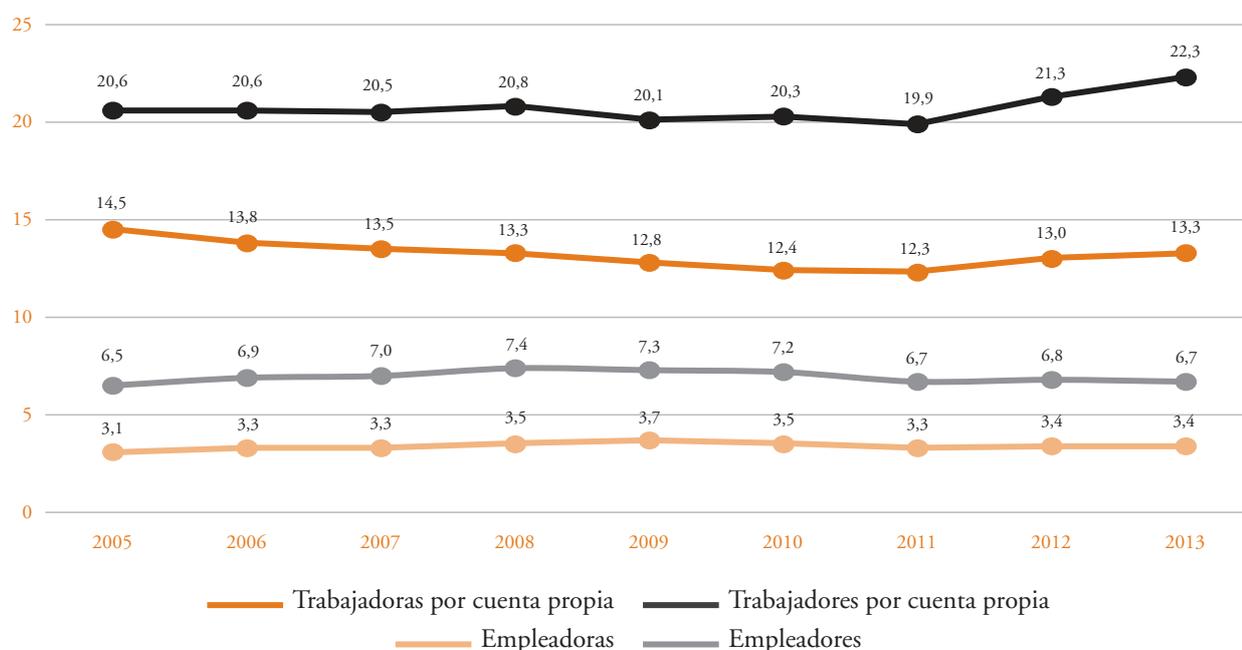
4. Falta de corresponsabilidad, *dobles jornadas* y penalización por maternidad

Pero en paralelo al problema de la segregación ocupacional de género existe el problema de la falta de corresponsabilidad de mujeres y hombres en el hogar. La progresiva incorporación de la mujer al mercado laboral es ya un fenómeno muy avanzado y, sin embargo, su correlato, la progresiva incorporación de los varones a las tareas del hogar y de cuidado de hijos y otros dependientes, es un fenómeno mucho menos

Gráfico 5

Evolución de la participación femenina y de la masculina en el trabajo por cuenta propia y en el empresariado

Porcentaje de mujeres respecto del total de ocupadas y de varones respecto del total de ocupados



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA).

avanzado en sociedades como la española. Este desajuste da lugar a que muchas mujeres, sobre las que recaen en gran medida las responsabilidades familiares, vean limitados su acceso o su progresión en el mercado laboral. Esta situación es particularmente importante en el momento en que se accede a la maternidad, lo que da lugar a que, en media, se observe un fenómeno de *penalización por maternidad* (*premium* por paternidad, para el caso de los varones). Además, por el lado de la demanda, esta situación es la que justifica la existencia de la discriminación estadística contra las mujeres en la contratación o la promoción (*contrato al candidato y no a la candidata porque ella, cuando acceda a la maternidad, puede que baje su dedicación al trabajo*). Como ejemplo de penalización profesional por maternidad, en el gráfico 6 se muestra cómo, de una muestra de 1.130 parejas con hijos pequeños de la Comunidad de Madrid, un 60,1% de las madres consideraban que el hecho de ser madres había perjudicado o ralentizado sus posibilidades

de desarrollo profesional, mientras que tan solo un 18,3% de los padres consideraban esto mismo.

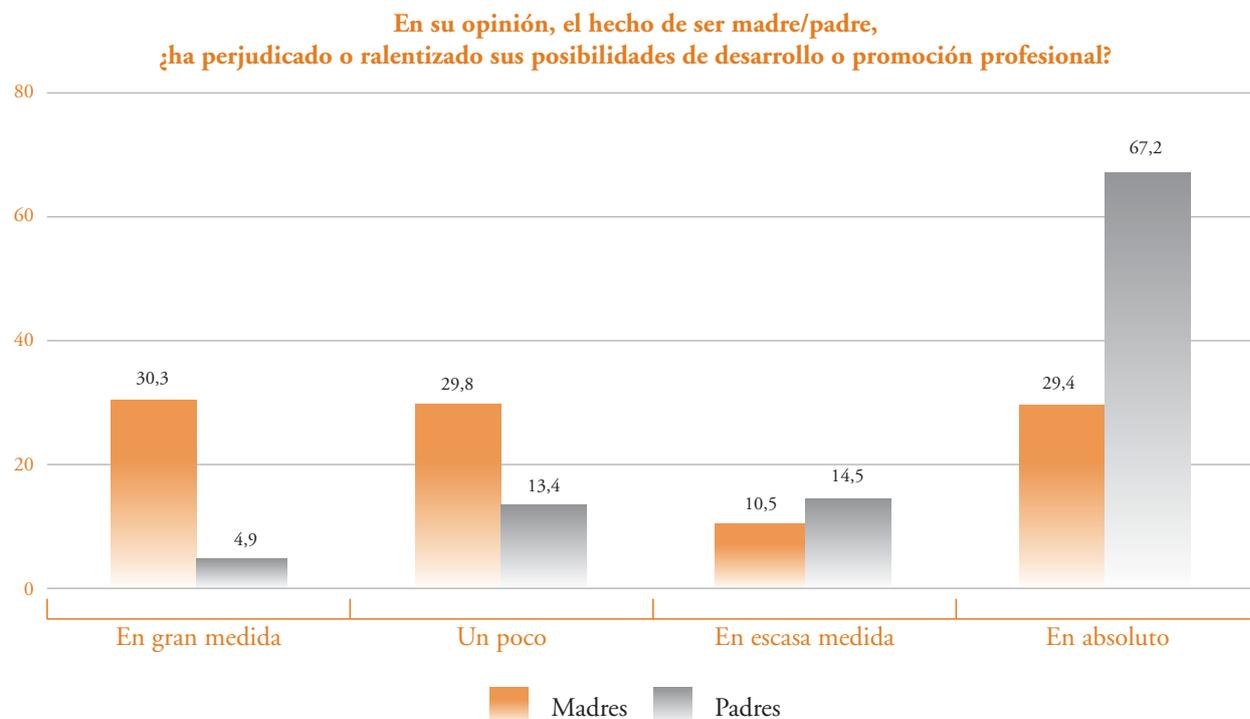
5. Normas sociales y roles de género

Como sucede con las matrioskas rusas, detrás de cada causa de los desiguales resultados de hombres y mujeres observados en el mercado laboral aparece una nueva causa. ¿Qué hay detrás de la falta de corresponsabilidad y de la segregación de género en los estudios y en las ocupaciones? Detrás están las normas sociales tradicionales respecto del género; es decir, los roles y las actitudes de género tradicionales (que cambian, pero lentamente), y que los economistas también han sido capaces de modelizar, como hacen Akerlof y Kranton (2010) en su *economía de la identidad*. Estas actitudes de género tradicionales tienen que ver con el reparto desigual de tareas dentro del hogar entre madres y padres; o con la visión tradicional dentro de la empresa de que la conciliación de la vida laboral y familiar es algo

Gráfico 6

Penalización por maternidad (Comunidad de Madrid)

Porcentaje de madres (padres) respecto del total de madres (padres)



Nota: Estos resultados se obtuvieron a partir de una muestra de 1.130 parejas con hijos pequeños en la Comunidad de Madrid, en 2012.

Fuente: Encuesta sobre el uso de los permisos parentales y sus consecuencias laborales, Instituto de la Mujer.

que tiene que ver con la plantilla femenina y no con las masculina (3); es decir, en parte explican por qué el grado de corresponsabilidad entre hombres y mujeres en las actividades de cuidados familiares es bajo. Pero además, esta asunción de roles de género tradicionales también se detecta, por ejemplo, en el momento (crítico) en que los/las estudiantes de secundaria eligen itinerarios formativos (los chicos relativamente más orientados hacia la ciencia y las ingenierías; las chicas más hacia las humanidades y las letras) que, en última instancia, mantienen en el tiempo el fenómeno de la segregación ocupacional de género (4).

6. ¿Qué hacer de cara a la salida de la crisis con las políticas de igualdad?

De lo anterior se desprende la conclusión general de que la situación de las mujeres en relación con la de

los varones en el mercado laboral español no ha experimentado grandes modificaciones a lo largo de los últimos años de crisis económica, en un contexto en el que existen todavía importantes diferencias en los resultados medios alcanzados por mujeres y hombres, así como en los determinantes de los mismos.

Por otra parte, el hecho de que por razones culturales (falta de corresponsabilidad, segregación en la educación...) el talento y la inversión en capital humano realizada en la población femenina no se aprovechen plenamente por el sistema productivo así como por el sistema de ciencia y tecnología, constituye una grave situación de despilfarro o desaprovechamiento de recursos humanos.

De manera que, como mínimo por razones ligadas al aumento en la competitividad y con vistas a alcanzar un mayor dinamismo de la economía española en el perio-

do de recuperación económica, resulta indicado seguir profundizando en las políticas de igualdad que se vienen aplicando hasta el presente, con los objetivos de reducir la segregación de género en el ámbito de estudios, de aumentar la corresponsabilidad de hombres y mujeres en los cuidados, de facilitar la conciliación y, finalmente, de *activar* o *empoderar* laboral y profesionalmente a muchas mujeres para que puedan desarrollar plenamente sus potenciales directivos o empresariales.

Algunas de las acciones en las que, a juzgar por lo analizado hasta ahora, habría que incidir serían las siguientes: a) en materia de política educativa, educación en igualdad con el objetivo, entre otras cosas, de reducir la incidencia de los roles y estereotipos de género tradicionales que con frecuencia condicionan la elección del área de estudios. b) El sistema de permisos parentales existente no debe primar a un progenitor de un sexo sobre el otro. Los permisos de paternidad y maternidad deben igualarse progresivamente, en la medida en que lo permita la evolución económica del país (la ley, a menudo, tiene un carácter ejemplarizante, y un permiso de maternidad de 16 semanas frente a uno de paternidad de 2 semanas empequeñece desde el comienzo el papel del padre como cuidador) (5). c) Mejorar las políticas de conciliación; en el caso de las políticas de conciliación de las empresas, éstas no deberían tener *sesgo femenino*; es decir, deben estar abiertas *de facto* tanto a las madres como a los padres. Por ejemplo, los planes de igualdad que elaboran las empresas (medianas o grandes) suelen incorporar medidas que facilitan la conciliación, pero a veces estas medidas se conciben o interpretan como destinadas a la plantilla femenina, lo que disuade a los varones a la hora de utilizarlas (*no es para ellos*). En este sentido, las acreditaciones o sellos del tipo *empresa familiarmente responsable* deberían contemplar como un aspecto fundamental el que la empresa (candidata a la acreditación) facilite de hecho el acceso de los varones a las medidas de conciliación. d) Aplicar medidas que favorezcan el acceso de las mujeres a los puestos directivos así como el emprendimiento femenino: orientación, formación, *mentoring*, incentivar a las empresas a

incorporar más mujeres (y más diversidad) a sus equipos directivos a través de campañas de concienciación, medidas en materia de certificación, códigos de buen gobierno, etcétera.

NOTAS

- (1) Sobre la brecha salarial en España véase el estudio del Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad (2012).
- (2) Sobre la evolución de la presencia de las mujeres en los consejos de administración en España, véase Mateos y cols. (2011).
- (3) Acerca del fenómeno del *sesgo femenino* en las políticas de conciliación, para el caso nórdico véase Holter (2007) y Haas y Hwang (2007); para el caso español, Albert y cols. (2010).
- (4) Sobre cómo influyen los estereotipos de género en la elección del ámbito de estudios durante la enseñanza secundaria véase Sainz (2011).
- (5) Acerca de la reforma de los sistemas de permisos parentales para dar cabida en ellos a los varones véase Meil (2011).

BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, G. A. y Kranton, R. E. (2010): *Identity Economics. How our identities shape our work, wages, and well-being*, Princeton University Press, Princeton (New Jersey).
- Albert, R.; Escot, L.; Fernández Cornejo, J. A. y Palomo, M. T. (2010): «¿Tienen las políticas de conciliación un sesgo femenino?», *CLM Economía*, 17, 141-168.
- Haas, L. y Hwang, P. (2007): «Gender and organizational culture: Correlates of companies' responsiveness to fathers in Sweden», *Gender and Society*, 21, 52-79.
- Holter, Ø. G. (2007): «Men's work and family reconciliation in Europe», *Men and Masculinities*, 9, 425-456.
- Mateos, R.; Gimeno, R. y Escot, L. (2011): «Disentangling Discrimination on Spanish Boards of Director», *Corporate Governance: An International Review*, 19(1), 77-95, 2011.
- Meil, G. (2011): «El uso de los permisos parentales por los hombres y su implicación en el cuidado de los niños en Europa», *Revista Latina de Sociología*, 1, 61-97.
- Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad (2012): *Los determinantes de la brecha salarial de género en España. Un análisis de la retribución en función de las características personales, empresariales y de la competitividad de la empresa*, Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad.
- Sainz, M. (2011): «Factors which influence girls' orientations to ICT subjects in schools. Evidence from Spain», *International Journal of Gender, Science and Technology*, 3(2), 387-406.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CREACIÓN DE EMPLEO

Pascual Fernández

Profesor de Economía Aplicada, URJC

RESUMEN

Este artículo pretende contestar a la pregunta de a partir de qué nivel de crecimiento del Producto Interior Bruto es necesario para crear empleo neto en la economía española. Se trata de una cuestión que ha sido analizada en el pasado en diferentes trabajos empíricos pero que, con los últimos datos disponibles de nuestro mercado laboral, particularmente del paro registrado y la afiliación a la Seguridad Social, parece mostrar un comportamiento atípico.

PALABRAS CLAVE

Crecimiento económico, Creación de empleo, Paro, Productividad.

El análisis de la relación entre el crecimiento de la economía de un país y la creación de empleo neto se ha venido realizando fundamentalmente utilizando dos enfoques alternativos: por la aplicación de la Ley de Okun y analizando la relación entre crecimiento y empleo a partir de diferentes procedimientos alternativos.

La Ley de Okun fue formulada por Arthur Okun en el año 1962 (1) mostrando la relación inversa entre el crecimiento económico y el desempleo. Sin embargo, la reducción del desempleo no se produce desde el primer aumento del PIB, sino que es necesario un crecimiento mínimo para garantizar su impacto en la reducción en el nivel del desempleo. En su investigación, Okun constató que para la economía americana era necesario un crecimiento del PIB de 3,3 puntos para reducir en un punto la tasa de desempleo. En análisis posteriores se ha señalado que esta relación para la economía americana estaría estabilizada en torno a 2 puntos de crecimiento del PIB para reducir la tasa de desempleo en un punto (2).

Pero extraer conclusiones a partir de estimaciones empíricas de la Ley de Okun es complejo, por varias razones. En primer lugar, más que de una ley se trata de una regularidad que, empíricamente, podemos calcular. Pero, en su formulación original se aplicó funda-

mentalmente para un objetivo distinto (3) al de analizar la relación entre el crecimiento y el desempleo: su objeto era analizar el *output* potencial, es decir cuál era la capacidad de crecimiento de una economía en condiciones de pleno empleo, concepto que en el estudio original del Okun se conseguía con niveles de desempleo del 4%. Dicho de otra forma, la pregunta a la que pretendía dar respuesta es ¿cuál sería el nivel del PIB de la economía americana si el desempleo se situara en el 4%? De esta forma estimó la conocida ecuación:

$$P = A [1 + 0.032 (U - 4)]$$

siendo P = el *output* potencial; A = el *output* real y U = la tasa de desempleo real

Otra dificultad que nos encontramos al calcular la relación entre el crecimiento y la tasa de desempleo es que esta relación se ve afectada de forma distinta en el tiempo por otros factores, particularmente:

- Por la evolución de las horas trabajadas por trabajador, factor que no es constante y que las empresas utilizan para ajustar la producción a los niveles de la demanda. Es decir, las empresas no contratan nuevos trabajadores hasta que constatan que el incremento de la demanda es real y se ha consolidado. Como consecuencia de ello, la estimación econométrica para el

Cuadro 1**Crecimiento del PIB y evolución del paro en diferentes periodos**

Datos en porcentaje

Periodo analizado	Incremento medio PIB volumen	Evolución PARO
1982:1 - 1986:1	1,7	AUMENTO
1986:2 - 1991:2	3,9	REDUCCION
1991:3 - 1994:4	0,4	AUMENTO
1995:1 - 2001:4	3,9	REDUCCION
2002:1 - 2003:4	2,9	AUMENTO
2004:1 - 2007:2	3,6	REDUCCION
2007:3 - 2013:3	-0,7	AUMENTO

Fuente: INE, EPA y Contabilidad Nacional Trimestral.

periodo 1986 a 2012 entre la tasa de crecimiento de las horas totales trabajadas y la tasa de crecimiento del PIB en volumen refleja una elasticidad 1,5.

- La evolución de la población activa, que tiene sus propios determinantes. Así, la población activa española registró caídas puntuales, en tasas interanuales de crecimiento, cuando la economía española caía a ritmos desconocidos del -4%, a finales de 2009 y principios de 2010. Pero, sorprendentemente, viene repitiendo este inusual proceso de caída desde el cuarto trimestre del 2011, a pesar de que el ritmo de desaceleración de la economía española se ha reducido más de la mitad, a niveles del -1% al -2%. Como consecuencia de ello, desde el nivel máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2011 (23,136 millones de personas) la fuerza laboral española se ha reducido en casi 567.000 personas (-2,45%), como consecuencia del regreso de población emigrante y del elevado efecto desánimo.

- Por la variación del empleo en el sector público, que también evoluciona de forma distinta al crecimiento económico y, por tanto, donde también podemos apreciar comportamientos anticíclicos. Así, por ejemplo, en el periodo 2008 a 2011, mientras el paro aumentaba en España en 3,1 millones de personas, el empleo público aumentó un 12%, desde 2,873 hasta 3,221 millones de ocupados.

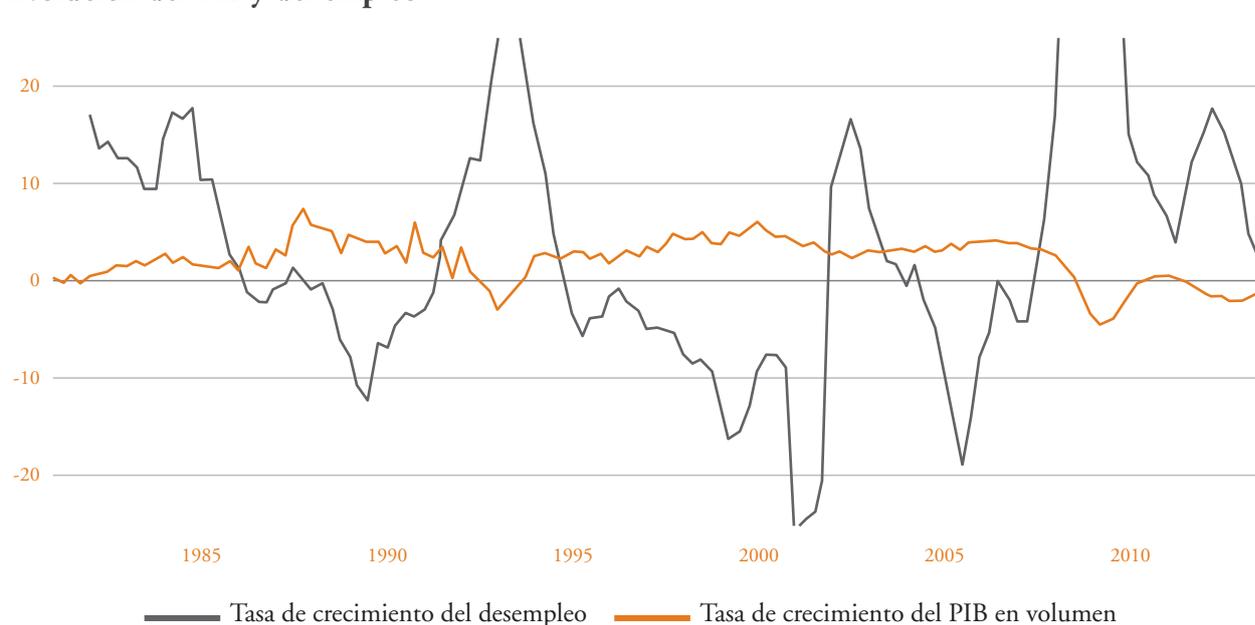
- La evolución de la productividad, en la que los efectos de la innovación y desarrollo tecnológico determinan la sustitución de mano de obra por capital, siguiendo pautas que tampoco son estables en el tiempo.

Todo ello dificulta la estimación econométrica de la Ley de Okun, mostrándonos una relación poco estable, que cambia significativamente entre los periodos de crecimiento y de decrecimiento económico, e incluso entre periodos que se mueven en la misma dirección, reflejando un problema econométrico de cambio estructural, o de parámetros cambiantes. Pero, en cualquier caso, es muy interesante analizar la relación entre crecimiento económico y tasa de desempleo. En el cuadro 1 y el gráfico 1 siguiente hemos presentamos, con datos trimestrales, la evolución de las tasas de crecimiento interanuales del índice de volumen de PIB (INE, Contabilidad Trimestral) y del desempleo (INE, EPA). Como podemos ver, entre 1981 y 2013 la tasa de crecimiento interanual del paro se mueve en un rango muy amplio, entre el -25% y el 84%, mucho mayor que la de la tasa de crecimiento del PIB en volumen, que oscila entre el -4,5% y el +7,4% (4).

Tanto en el cuadro 1 como en el gráfico 1 podemos constatar cómo la economía española ha necesitado tasas continuadas de crecimiento del PIB por encima del 3% para reducir la tasa de paro, como se observa en los periodos 1986-1991, 1995-2001 y 2004-2007.

Gráfico 1

Evolución del PIB y del empleo



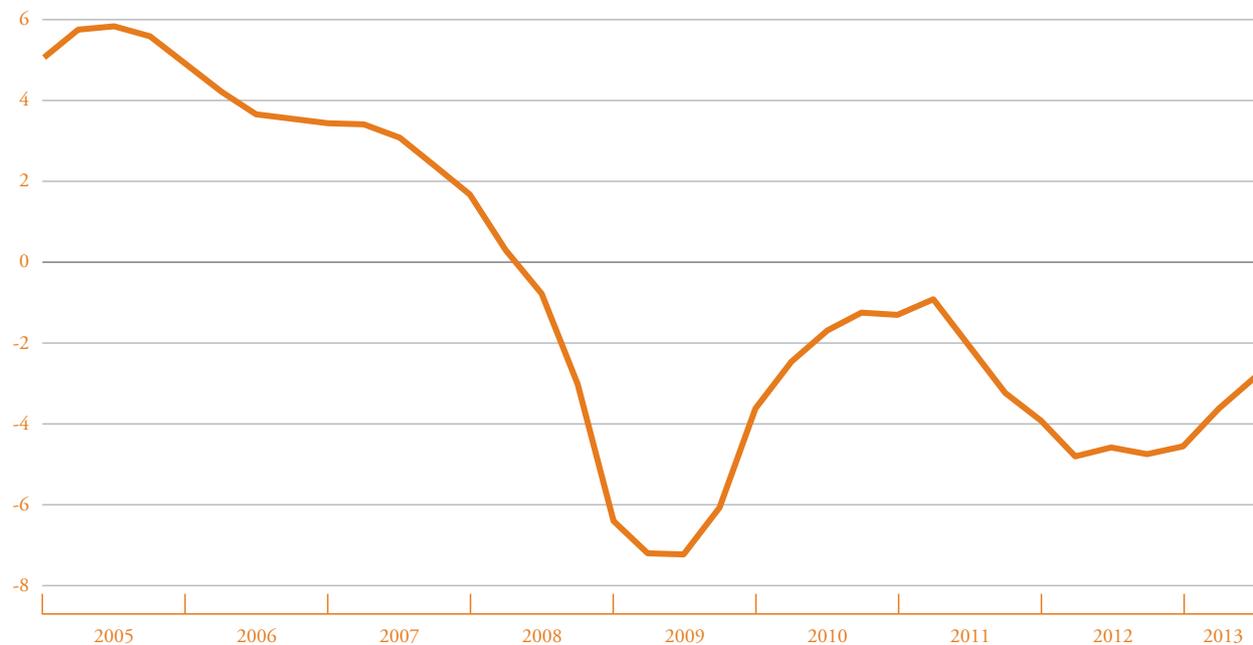
Fuente: INE, EPA y Contabilidad Nacional Trimestral.

Incluso, en una etapa de fuerte crecimiento, como el periodo 2002-2003, donde la economía creció en un rango de entre el 2,3 y el 3,2% y a un ritmo medio del 2,9% , la tasa de paro aumentó.

La relación entre la creación de empleo y el crecimiento del PIB en volumen muestra mayor estabilidad en el tiempo. Hemos realizado una regresión entre la tasa de crecimiento interanual del número de trabajadores equivalentes a tiempo completo (serie la Contabilidad Nacional Trimestral, una serie muy similar a la de la población ocupada de la EPA, pero algo más suavizada en sus picos) que, estimada para diferentes subperiodos, nos muestra bastante estabilidad para el término independiente (-1,7) y una elasticidad 1,14 entre el crecimiento económico y el empleo para el periodo 1981-2001, que aumenta hasta 1,35 durante 2002-2013. Como posteriormente veremos, este incremento de la elasticidad en los últimos años está condicionado por la elevada destrucción de empleo en el periodo de recesión económica, particularmente desde el año 2008 al 2013.

¿Cuál es el significado de estos coeficientes? Algunos autores interpretan que el término independiente de

esta ecuación (-1,7) representaría un adecuado estimador de la productividad media de la economía española en el periodo considerado (1981-2013). O, dicho de otra forma, que si la economía española creció un 2% en un año cualquiera de ese periodo solo se trasladó como creación de empleo neto un 0,3% y el 1,7% restante fueron ganancias netas de productividad. Pero ese dato no soporta una comparación internacional, hay muy pocas economías y, particularmente, de países desarrollados, como España, que sean capaces de funcionar con una productividad media durante más de treinta años tan elevada. De hecho, la productividad aparente del factor trabajo y la productividad total de los factores de economía española en este periodo fue bastante más baja, calculada por algunos autores en el 0,2% (5). Pero este dato tan bajo no debe sorprendernos si recordamos el elevado volumen de empleo que la economía española fue capaz de crear en este plazo, eso sí, precisamente la mayoría en sectores de muy baja productividad como la construcción, los servicios de reparación, el comercio o los servicios ligados al turismo, como hoteles y restaurantes. Los coeficientes de esta regresión muestran una elasticidad ligeramente superior a la unidad (1,14) entre el crecimiento del

Gráfico 2**Tasa de crecimiento Interanual Población Ocupada (EPA)**

Fuente: INE, EPA.

PIB en volumen y la creación de empleo, elasticidad que en los últimos años habría aumentado ligeramente hasta 1,35. Pero dicha relación solo funciona a partir de un nivel de crecimiento mínimo del PIB del 1,7%. Ese nivel mínimo es la barrera que tenemos que superar para poder crear empleo neto.

Es particularmente interesante observar cómo, con tasas de crecimiento del PIB negativas, el aumento del paro se está desacelerando fuertemente desde el segundo trimestre de 2012. Así, podemos observar cómo con datos de la Encuesta de Población Activa (gráfico 2) la tasa de crecimiento interanual de la población ocupada continúa reduciéndose, pero cada vez a un ritmo menor. Pero todavía es más sorprendente la evolución de los datos del paro del Servicio Público de Empleo: así, el paro registrado no solo desacelera su tasa de crecimiento interanual desde el mes de junio de 2012 sino que, sorprendentemente, incluso disminuye un -0,45% y un -2,02% en los meses de octubre y noviembre de 2013.

Y todavía han resultado más excepcionales los datos del mercado laboral en el mes de diciembre de 2013. En este mes el paro registrado bajó en 107.570 perso-

nas y en el periodo acumulado de enero a diciembre de 2013 se ha producido una paulatina recuperación del empleo de 146.293 personas. Es decir, en un año en el que el PIB habrá caído del orden del -1,3%, sin embargo el paro registrado no solo no aumentó sino que se redujo un 3% y pasó de 4,849 a 4,701 millones de personas. Por comparación, en el año 2012, con una caída del PIB del -1,6%, el paro registrado aumentó en 426.264 personas (un 9,6%). Este comportamiento ha sido generalizado en todo el territorio nacional, reduciéndose en paro registrado en 14 de las 17 CC.AA.

También ha sido excepcional el comportamiento de la afiliación a la Seguridad Social en el año 2013, dado que solo se redujo en el conjunto del año en 85.041 trabajadores, lo que supone el menor descenso en la afiliación desde que comenzó el proceso de reducción de empleo en 2007, un -0,52% con respecto al año 2012 (año en el que, nuevamente por comparación, la afiliación se redujo en 787.000 personas).

En esta evolución ha tenido un balance particularmente positivo el primer semestre de 2013 y, especialmente, el buen dato de diciembre, donde se produjo un

incremento en la afiliación de 64.097 personas, respecto al mes anterior. Previsiblemente, en el próximo mes de enero de 2014 la afiliación estará creciendo, en términos interanuales.

Como señalaba el Ministerio de Empleo y Seguridad Social en sus notas de prensa, *se trata del mayor incremento mensual en un mes de diciembre de la serie histórica comparable, que arranca en 2001. Además, desde 2006 no crecía la afiliación media en este mes y, siguiendo con los signos de recuperación, enfatiza que los datos con ajuste estacional también arrojan un saldo positivo. Así, suprimida la diferencia de días laborales y corregido el efecto calendario, la afiliación a la Seguridad Social aumenta en 38.157 personas.*

¿A qué obedece este comportamiento? Seguramente son un conjunto de factores los que están determinando esta evolución tan diferente a la esperada, entre los que podemos identificar:

1) El atípico comportamiento de la población activa, ya comentada, que refleja desde el cuarto trimestre de 2011 tasas interanuales de crecimiento negativas, condicionada por el retorno de población emigrante a sus países de origen, la emigración de parte de nuestros jóvenes más capacitados y el desánimo de parte de la fuerza laboral.

2) La excesiva expulsión del mercado laboral en el periodo 2008-2012. La destrucción de empleo desde el segundo trimestre del 2008 ha sido sorprendentemente alta. No debemos olvidar que el periodo de recesión ha sido extraordinariamente largo, ya son cinco años de caída del PIB continuada (descontando el año 2010), lo que ha profundizado en sus efectos. Pero el PIB ha caído, en volumen, algo más del 7%, mientras que la población ocupada se ha reducido nada más y nada menos que un 18,6%. Con ello se registra una elasticidad en este periodo de recesión que se aproxima a 2,5 entre caída de la ocupación y caída del PIB, que refleja que, con relación al comportamiento medio de los últimos años, la economía española expulsó muchos más trabajadores del mercado de lo que su comportamiento en promedio en el periodo analizado hacía prever. Si esto es así, puede ser razonable pensar que, ante una mejora de las perspectivas económicas, como la

que estamos teniendo a lo largo del 2013, el mercado laboral pueda estar sobre-reaccionando, incluso creando empleo cuando no debería hacerlo con ritmos de crecimiento económicos tan suaves como los actuales.

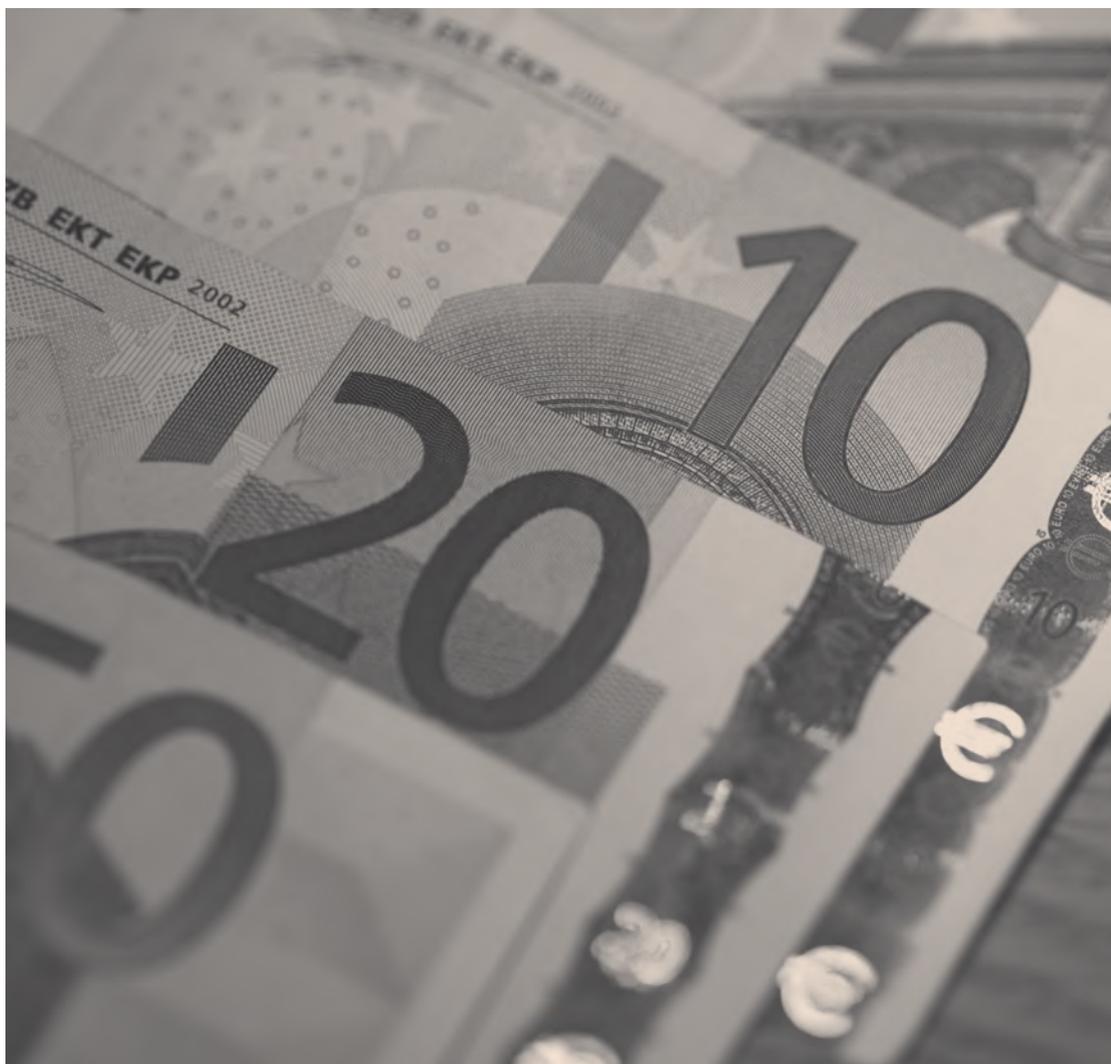
3) Efectos de la reforma laboral. Aunque las medidas de reforma emprendidas son complejas de valorar, en términos de creación de empleo, sin duda han ido dirigidas a permitir flexibilizar nuestro anquilosado mercado laboral lo que, como cualquier comparación internacional pone de manifiesto, seguro que será un buen camino para la recuperación del empleo a medio y largo plazo, con mayores ritmos de crecimiento. La flexibilización del mercado laboral era una condición necesaria para permitir una recuperación eficaz del empleo cuando la situación económica mejorara. Pero hay otro dato que me parece muy relevante, relacionado con el aumento de los trabajadores a tiempo parcial. Así, al estudiar las series de afiliación media por contratos entre los asalariados podemos observar cómo los afiliados a tiempo parcial habrían aumentado a lo largo del 2013 en casi 161.000 personas, mientras que los trabajadores que trabajan a jornada completa se habrían reducido en casi 101.000. Algunos analistas interpretan que el trabajo a tiempo parcial es un mecanismo no deseable, que solo introduce precariedad en el mercado laboral. Pero, en mi opinión, esto no es totalmente cierto y lo realmente precario es estar en el paro y sin perspectivas de mejora. Aunque en España no existe todavía una cultura asentada del trabajo a tiempo parcial, que suele coincidir con los trabajos más precarios, de menor nivel salarial y cualificación, cuando comparamos esta situación con los países de nuestro entorno vemos cómo nos queda mucho por avanzar en el desarrollo del trabajo a tiempo parcial. En Europa, el trabajo a tiempo parcial es un fenómeno particularmente aplicado entre la población femenina, que lo utiliza como una vía para compatibilizar su vida laboral y la familiar. Un modelo que utilizan el 77% (6) de las mujeres en Holanda o el 60% en Suiza y más de un 40% de las mujeres del Reino Unido, Austria, Alemania o Bélgica. Sin embargo, en España apenas lo utilizan el 24,4% de nuestra población femenina. Y aunque

está algo más desarrollado entre los empleos más precarios, por ejemplo en Holanda (7) trabajan a tiempo parcial el 67% de las trabajadoras de mayor cualificación, el 59% en Suiza, el 37% en Alemania o el 34% en el Reino Unido. En España trabajan a tiempo parcial algo menos del 18% de las mujeres de mayor cualificación.

En definitiva, es todavía demasiado pronto para poder sacar conclusiones definitivas sobre un posible cambio entre la relación entre creación de empleo neto y crecimiento del PIB: necesitamos nuevos datos del mercado laboral para poder confirmar estos cambios. Pero todo hace prever que este cambio se ha producido ya: si no es muy difícil poder explicar los últimos datos hechos públicos sobre la evolución del mercado laboral. Por todo ello, en mi opinión, es muy probable que asistamos una recuperación del empleo durante el año 2014 muy por encima de lo que las medias estadísticas de los últimos años nos deberían hacer esperar.

NOTAS

- (1) Arthur M. Okun, Potential GNP: «Its Measurement and Significance», American Statistical Association, *Proceedings of the Business and Economics Section*, 1962. Cowles Foundation for Research in Economics. Papers (Reprints), 1963, CFP 190.
- (2) Altig, D.; T. Fitzgerald, y P. Rupert. (1997), *Okun's Law Revisited: Should We Worry About Low Unemployment?*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary.
- (3) Okun (1962) también estimó un modelo en *primeras diferencias* a partir del cual dedujo la relación 3,3, antes comentada, entre crecimiento del PIB en volumen y reducción de la tasa de desempleo, utilizando datos trimestrales de la economía americana del período 1947 a 1960.
- (4) En el gráfico hemos reducido la escala para poder analizar la evolución de ambas variables.
- (5) J. Andrés, J. E. Boscá, R. Doménech y J. Ferri (2009), «Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both?», *Working Paper*, núm. 1013, BBVA Bank, Economic Research Department.
- (6) Fuente: Eurostat. Part-time employment as a percentage of the total employment, by sex.
- (7) Fuente: Eurostat. Full-time and part-time employment by sex, age and highest level of education attained.



ACTIVIDAD EMPRESARIAL

Coordinador

Juan José Durán Herrera

Universidad Autónoma de Madrid

LA REALIDAD DE LA EMPRESA ESPAÑOLA Y PERSPECTIVAS

Juan Rosell Lastortras

Presidente de CEOE

RESUMEN

Tras cinco años de crisis y una doble recesión, en el ejercicio que acabamos de cerrar comienza a vislumbrarse el inicio de la recuperación en la mayoría de las economías avanzadas y también en España. No obstante, la situación económica a comienzos de 2014 todavía es complicada porque tenemos que afrontar una senda de consolidación fiscal intensa, el proceso de desapalancamiento de familias y empresas y una elevada tasa de paro que tardará en reducirse. El contexto internacional también está mejorando, sobre todo en lo que respecta a las economías avanzadas, lo que permitirá que nuestras exportaciones continúen siendo un impulso para la recuperación. En 2013 las empresas han mostrado una menor contracción de su facturación y de sus beneficios, aunque una gran parte del tejido empresarial sigue sufriendo una demanda interna muy debilitada y unas condiciones de financiación muy restrictivas. Es necesario continuar con las reformas estructurales, se debe seguir apostando por la internacionalización de la economía española y se debe desarrollar un marco regulador de la actividad empresarial que favorezca la inversión y la creación de empleo.

PALABRAS CLAVE

Empresas, Resultados, Beneficios, Rentabilidades, Inversión, Clima empresarial, Crisis, Recuperación.

1. Un contexto económico de recuperación incipiente

Podría decirse que 2013 ha sido el año de inicio de recuperación de las economías desarrolladas, tras una larga y dura crisis que comenzó en 2008. Una crisis que comenzó siendo fundamentalmente financiera, pero que terminó trasladándose al sector real, afectando a las empresas, a las familias y a los estados. Una crisis que se ha sentido en todos los países y en todos los sectores, si bien no a todos por igual. Las economías avanzadas y, en especial, la zona euro la han sufrido con mayor intensidad en estos últimos años, en especial en 2012, donde la grave crisis del euro y los problemas de deuda soberana en los países periféricos, la situaron en el centro de atención mundial.

En el año que acabamos de cerrar han comenzado a observarse signos de mejoría generalizados en las economías desarrolladas, al tiempo que las economías emergentes, que habían sufrido en menor medida los efectos de la crisis, mostraban cierta desaceleración. Con todo, el contexto internacional se presenta algo más positivo.

El papel de los bancos centrales en estos últimos doce meses ha sido fundamental para mejorar la confianza de los mercados y proporcionar liquidez al sistema financiero. La Reserva Federal ha mantenido en niveles mínimos los tipos de interés y el Banco Central Europeo los ha reducido a mínimos históricos y han avanzado que se mantendrán en esos niveles un largo periodo de tiempo.

En Estados Unidos, aunque la demanda interna muestra un mayor dinamismo, el ajuste fiscal resulta preocupante y estuvo a punto de declararse en suspensión de pagos en octubre, alcanzando un acuerdo en el último momento. Por otro lado, la Fed lleva meses anunciando que comenzará a reducir sus inyecciones de liquidez, pero no ha sido hasta diciembre cuando realmente ha comenzado a disminuir ligeramente la cantidad desembolsada.

Por su parte, en la zona euro, tras la crisis del euro, se comenzó a trabajar en la Unión Bancaria y en las bases de una posible Unión Fiscal. Se dieron los primeros pasos en 2013, pero el proceso está siendo muy lento

y los acuerdos menos comprometidos de lo que sería deseable. Es necesario avanzar de manera efectiva en la Unión Fiscal, con el fin de lograr algún instrumento de deuda europea y un sistema para respaldar a los países que, como España, se han comprometido con las reformas estructurales.

En la zona euro, aunque en su conjunto la recesión se abandonó en el segundo trimestre, todavía el crecimiento es débil y continúa siendo muy desigual por países y mientras algunos ya alcanzan crecimientos notables, preocupa la debilidad de otros, no solo periféricos. Las perspectivas son positivas, pero no están exentas de riesgos, las altas tasas de paro, el peso del ajuste fiscal sobre la economía y las dudas sobre su saneamiento bancario, pueden ser un lastre para una recuperación sólida y sostenible.

2. España: saliendo de la recesión

En este contexto y tras una larga y dura crisis que ha durado cinco años, la economía española registró su punto de inflexión en 2013. Ya en los primeros meses del año, el descenso de la prima de riesgo, el retorno de los flujos de capital o la exitosa emisión de deuda por algunas entidades privadas fueron los primeros síntomas de una gradual normalización de las condiciones financieras. Sin embargo, la actividad y el empleo continuaban registrando caídas y hubo que esperar hasta la segunda parte del año para poder apreciar un cambio de tendencia en los indicadores del sector real.

Durante la primera parte de 2013 la economía continuaba en recesión con caídas tanto de la actividad como del empleo, alcanzando la cifra de paro un 27,2% en el primer trimestre. No obstante, los indicadores de confianza mostraban una mejora sustancial desde finales de 2012 y continuaron haciéndolo rápidamente a lo largo de 2013. En los meses finales del año muchos indicadores de confianza se situaban incluso en niveles precrisis. La vuelta de la confianza era un factor clave para que la economía comenzase a mejorar y, por fin, estaba llegando.

En el tercer trimestre de 2013 y tras dos años de segunda recesión, la economía española comenzó a crecer tímidamente, con una tasa trimestral de apenas el 0,1%, pero que nos situaba en línea con la eurozona. Todos

los componentes de la demanda interna, excepto la inversión en construcción, anotaban tasas positivas intertrimestrales, lo que hizo que la demanda interna restase menos crecimiento de la economía y se redujese la brecha entre demanda interna y externa. La nota más favorable fue la tasa positiva del consumo privado, que no había dejado de caer desde 2010 (exceptuando el trimestre anterior a la subida del IVA). Además, las exportaciones continuaban mostrando un elevado dinamismo. El empleo continuaba descendiendo, aunque a menor ritmo, y la tasa de paro disminuye con respecto a los máximos de los primeros meses del año.

Las mejores perspectivas de la actividad han renovado la percepción de la economía española en el exterior. Esto se ha reflejado en un descenso de la prima de riesgo, que se sitúa en el entorno de los 230 puntos básicos, lo que implica unas condiciones más favorables para la financiación del Estado y de las grandes empresas. Además, se observa una significativa entrada de la inversión extranjera, que contrasta con la fuerte salida de capitales sufrida durante 2012. Según la información de la balanza de pagos, la inversión directa neta tiene un saldo positivo acumulado hasta octubre de 2013 de 45.000 millones de euros, frente a la salida de más de 200.000 millones de euros en el mismo periodo de 2012. El contraste es más fuerte en las inversiones en cartera, con un saldo positivo acumulado de 5.244 millones de euros en este año, frente al saldo de -64.602 millones de euros de 2012.

Si bien algunos aspectos de la economía comienzan a mostrar un cambio de tendencia, la situación todavía es compleja debido a que perduran algunos factores que lastran y continuarán lastrando la actividad en el medio plazo. Como factores principales, se pueden señalar la elevada tasa de paro, la restricción del crédito a familias y empresas y el esfuerzo de consolidación fiscal del sector público.

Como en anteriores ocasiones, la recuperación vendrá, en primer lugar, de la mano de las exportaciones. En este sentido, las mejores perspectivas sobre la economía mundial, sobre todo fuera de Europa y las ganancias de competitividad logradas en estos últimos años, permitirán que las exportaciones continúen mostrando un elevado dinamismo.

Durante la crisis de los últimos años, la moderación salarial y los incrementos de productividad han permitido una mejora de la competitividad de la economía española, que ha compensado una gran parte de la competitividad perdida en la etapa anterior de fuerte crecimiento. Por otro lado, la debilidad de la demanda interna ha impulsado la apertura al exterior del tejido empresarial español, incrementándose de forma significativa la base exportadora en los últimos años, especialmente en las empresas de menor facturación o con una actividad exportadora más incipiente. Al mismo tiempo se ha producido una diversificación de las exportaciones a otras áreas geográficas situadas fuera de Europa y con mayor potencial de crecimiento. Todo ello ha permitido que las exportaciones hayan sido el componente más dinámico durante la recesión y se configuren como el motor de crecimiento durante todo el proceso de recuperación hasta que la demanda interna comience a mostrar tasas positivas.

En este sentido, aunque ya se observan los efectos positivos en la recuperación de la confianza de los agentes nacionales e internacionales del proceso de reformas llevadas a cabo en los últimos años, sus resultados no se verán hasta el medio plazo y serán la base de un crecimiento sólido. Este proceso de reformas se puede dividir en cuatro ejes prioritarios: la consolidación fiscal para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas; la recapitalización y reestructuración del sector financiero para aumentar su solvencia y reactivar el crédito; la reforma del mercado laboral para modernizar las relaciones laborales; y un conjunto de reformas para impulsar la competitividad de la economía española.

La buena marcha del sector exterior y las reformas llevadas a cabo en las cuentas públicas han sido fundamentales para la corrección de dos desequilibrios básicos de nuestra economía: el déficit corriente y el déficit público. España es una de las economías que más rápido y en mayor cuantía ha corregido su déficit corriente, desde los máximos alcanzados en la época de expansión (10% del PIB) hasta 2013 donde se alcanzará superávit por cuenta corriente. También el esfuerzo en términos de reducción del déficit público ha sido muy notable y mucho más si se tiene en cuenta que se ha realizado en un periodo de recesión. La corrección de estos desequilibrios, junto con el proceso de desapa-

lancamiento que están llevando a cabo tanto empresas como familias, resultan absolutamente necesarios para lograr crecimientos sostenibles.

Otro aspecto destacable, en lo que a corrección de desequilibrios se refiere es el escenario de moderación salarial introducido por el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012, 2013 y 2014, alcanzado por CEOE, CEPYME, CCOO y UGT en 2012, que ha sido uno de los soportes básicos para la salida de la recesión. En plena crisis se ha invertido el fuerte crecimiento salarial, lo que ha permitido que el ajuste del mercado laboral no siga concentrándose exclusivamente en el lado del empleo y mejorar el nivel de competitividad de la economía española.

Uno de los aspectos más preocupantes para las empresas en 2013 ha sido el acceso a la financiación, que continúa siendo muy complicado especialmente para empresas medianas y pequeñas. El programa de asistencia financiera para nuestro sistema bancario ha tenido como consecuencia a corto plazo una mayor restricción de la provisión de crédito. Adicionalmente, el sector público mantiene un aumento importante de sus necesidades de financiación y de colocación de sus emisiones de deuda, que son captadas, en un elevado porcentaje, por las entidades de crédito. Esta circunstancia está drenando recursos financieros para empresas y familias, por lo que se hace necesario que las Administraciones Públicas cumplan sus compromisos presupuestarios.

Hay que tener en cuenta que el crédito a las empresas no ha dejado de caer en 2013 (con una caída del -5,2% hasta noviembre, último dato disponible) y que la demora de los pagos del sector público a las empresas que le suministran bienes y servicios suponen dos restricciones financieras muy relevantes para la actividad empresarial. Esto unido a la debilidad de la demanda interna dificulta la iniciación de nuevos proyectos de inversión y, en algunos casos, pone en peligro la supervivencia de la propia empresa. De hecho, las empresas que mejor están solventando la crisis son aquellas que han dirigido su actividad hacia el sector exterior.

En este sentido, se debe hacer una especial referencia al Plan de Pago a Proveedores, tanto por su ambición presupuestaria como por su gestión eficaz, que ha

constituido una de las decisiones del Gobierno que mayor impacto positivo ha tenido en la liquidez de las empresas que operan con el sector público.

Este es, a grandes rasgos, el entorno económico en el que han desarrollado su actividad las empresas españolas en 2013. Un año caracterizado por una mejora de la confianza en la economía española, con retorno de los capitales a nuestro país, y un contexto internacional más positivo, lo que se ha visto reflejado en la evolución de las exportaciones de nuestras empresas, y así lo reflejan los datos, como veremos a continuación.

3. Resultados empresariales: gradual recuperación

Una primera visión de la evolución de las principales compañías de nuestro país son los resultados de las empresas cotizadas y, dentro de ellas, las que componen el IBEX 35.

Este selecto conjunto de compañías han logrado en los nueve primeros meses del año un beneficio de 20.070 millones de euros, un 13,6% más que en el mismo periodo del año 2012. Con este dato, parece que las grandes empresas españolas han dejado atrás la recesión, tras registrar los dos años anteriores reducción de sus beneficios. Este resultado se sitúa en línea con la revaloración bursátil del IBEX 35, que para el conjunto del ejercicio ha sido del 21%, tan solo superada por la bolsa alemana en Europa. No obstante, el beneficio conjunto de estas empresas aún está lejos del récord de 2008, más de 41.000 millones.

La mejora del contexto internacional, junto con la menor caída de mercado interno, han favorecido sus resultados. El panorama dista bastante del de 2012, sobre todo en lo referido a la banca, gracias a una menor necesidad de provisiones y a la generación de plusvalías, aunque el cambio de tendencia se extiende a todos los sectores.

Hay que tener en cuenta que, aunque al considerar el IBEX 35 se analiza un importante porcentaje de la producción española, se refiere a un grupo de empresas muy reducido y con unas características que no son compartidas por la generalidad del entramado empresarial español. En general, son compañías de gran

tamaño y con elevada presencia en los mercados internacionales, tanto por exportaciones como por inversiones, por lo que su evolución puede distar mucho de la seguida por otros segmentos y grupos de empresas, de menor tamaño o con mercados más limitados. De hecho, gran parte de la diferencia entre los resultados de las empresas pertenecientes al IBEX 35 se debe a los beneficios que han obtenido en el exterior, lo que les ha permitido compensar la pérdida de dinamismo del negocio en el mercado nacional.

4. El descenso de los resultados se desacelera frente a 2012 gracias a la evolución menos negativa de las ventas y a la moderación salarial

La información de la Agencia Tributaria, a partir de la información suministrada por las empresas en sus declaraciones de IVA y retenciones de trabajo, también nos ofrece información de la evolución de las empresas españolas. En este caso, la información se refiere también sólo a las grandes empresas. Según sus datos, en los meses comprendidos entre enero y octubre de 2013 las ventas totales de las grandes empresas registraron una caída del 3,4% en términos reales y una vez corregido el efecto calendario, lo que supone una reducción del ritmo de deterioro con respecto a 2012 cuando cayeron un 6,0%. Esta evolución obedece a una caída de las ventas interiores, aunque inferior a la registrada el año anterior, que se ha visto, en parte, compensada por el notable dinamismo de las exportaciones.

Se observa, además, que durante los últimos meses se ha producido una desaceleración de la caída de las ventas interiores hasta casi estabilizarse, confirmando el comportamiento menos negativo del consumo interior. Descontando las ventas del sector constructor, que siguen registrando descensos de dos dígitos e incluso han agudizado su caída, las ventas de los sectores energéticos e industriales y de los servicios han registrado crecimientos positivos interanuales en los dos últimos meses.

La evolución del empleo en este grupo de empresas la podemos aproximar a partir de los datos sobre perceptores de rendimientos de trabajo. Según estos, hasta el mes de octubre el empleo se ha recortado en un 2,6%, frente

a la caída del 3,3% registrada en 2012. Las retribuciones medias en este conjunto de empresas han mostrado un estancamiento con una tasa promedio del -0,1%.

Una visión más general del entramado productivo español se puede obtener de la información ofrecida por la Central de Balances del Banco de España, que además permite establecer diferencias sectoriales o por tamaño de las empresas. La información disponible para el ejercicio 2013 tan solo abarca, de momento, los tres primeros trimestres y se corresponden con los datos de la Central de Balances Trimestral, menos exhaustiva que la Central de Balances Anual.

Según esta fuente, se aprecia una moderación en el ritmo de contracción de la actividad en todas las ramas, a excepción de la energía, que ha estado afectada por circunstancias especiales. Eliminando el efecto distorsionador de la rama energética, sobrerrepresentada en la muestra trimestral, el VAB de las empresas cae un 2,2% en 2013, frente a la caída del -4,5% del año anterior. Esta contención de la caída se produjo en la mayoría de los sectores, en un contexto de debilidad de la demanda y notable expansión de las exportaciones, que continúan siendo el componente más dinámico. Las exportaciones, especialmente las destinadas fuera de la Unión Europea, han ganado peso en el total de la cifra de negocio debido a su fuerte crecimiento.

A causa del dinamismo de las exportaciones, el sector industrial solo ha retrocedido un 0,9%, registrando crecimientos positivos ya en el segundo y tercer trimestre, frente a la caída del -9,2% del mismo periodo de 2012. También la rama de información y comunicaciones ha mostrado una caída más contenida en los meses transcurridos de 2013, con un descenso de su VAB del -4,9% frente al -7,3% de 2012. Por otro lado, los sectores vinculados al consumo privado, como comercio y hostelería, han registrado un deterioro similar al del año anterior (-4%), reflejando la debilidad del gasto de las familias. La rama de energía ha experimentado un notable empeoramiento los últimos meses, con una caída de su VAB del 10,5%, debido a la reducción de los márgenes comerciales de las empresas de refino y petróleo y a la paralización de la actividad de algunas empresas gasistas en Egipto por las tensiones geopolíticas.

A pesar de la menor caída de la actividad, el número de trabajadores continuó descendiendo (-2,5%) a ritmos similares a los registrados en 2012 (-2,6%). El ajuste se ha seguido dando principalmente en el empleo temporal, -9,3% en los tres primeros trimestres de 2013, si bien la destrucción de empleo con contrato indefinido se ha acelerado por los ajustes de plantilla realizados en algunas grandes empresas.

Las remuneraciones medias, por su parte, continuaron moderadas, tanto en 2012 como en 2013, con incrementos en torno al 0,5%, lo que se observa en casi todas las ramas de actividad. Esta moderación salarial, junto con la caída de los ocupados, ha dado lugar a un descenso de los costes salariales del 1,9%, algo menos que el año anterior.

Los gastos financieros se redujeron con mayor intensidad en 2013 que en 2012 (un 2,4%, frente a un -0,6%) debido al descenso del endeudamiento de las empresas que han continuado haciendo un esfuerzo de desapalancamiento, aunque el efecto se ha visto mermado por el incremento del coste medio de financiación. Los ingresos financieros, por su parte, han mostrado un nuevo avance gracias a los dividendos recibidos. Con todo ello, el resultado ordinario neto se reduce un 13,2%, frente a la caída del 25,5% de 2012.

Estos resultados, a partir de la Central de Balances Trimestral, se refieren a una muestra de empresas que comprende fundamentalmente a las medianas y grandes sociedades no financieras. Sobre la evolución de las pequeñas empresas, que representan un elevado porcentaje del tejido empresarial, sobre todo en sectores más atomizados como el comercio o la construcción, se tiene la información más detallada que proporcionada la Central de Balances Anual (CBA), que incluye una muestra mucho más amplia, y que se complementa con información de los registros mercantiles, pero que solo dispone de información para 2012. A partir de ella se observa que las pequeñas empresas sufrieron el pasado ejercicio un periodo especialmente crítico, peor que 2011 y mucho más negativo que en el caso de las medianas y grandes, al registrar un descenso del VAB del -6,5%, y que en el caso de la construcción fue muy superior (-17,2%).

También la destrucción de empleo fue más intensa, con un descenso del 3,2% en el número de trabajadores, reflejando un mayor impacto de la crisis en las empresas de reducido tamaño.

5. Perspectivas y conclusiones

Cabe afirmar que la economía española inició una leve recuperación en 2013 y las perspectivas para 2014 son más positivas, pero las empresas siguen teniendo muchos límites para desarrollar su actividad. La situación sigue siendo complicada y es necesario avanzar en aquellas reformas económicas y sociales que mejoren los fundamentos de nuestra economía, aumentando la capacidad de adaptación de las empresas y trabajadores a un entorno cambiante y global. Entre ellas, se puede destacar la finalización de la reestructuración financiera y la puesta en marcha de la reforma del sector público, sin olvidar la energética. Esto hará que España se sitúe de nuevo como polo de atracción de inversores y de actividades empresariales.

La mejora de la productividad, la flexibilidad para la reasignación de recursos humanos, financieros y tecnológicos hacia actividades más competitivas exigen políticas y medidas que aseguren que los factores de producción pueden utilizarse de forma óptima. Estas actuaciones, junto con la mejora de las condiciones de financiación, tendrán más efecto si se coordinan a nivel europeo, en donde deben implicarse todas las instituciones, gobiernos, bancos centrales y agentes sociales, que estamos obligados a seguir haciendo todo lo posible para que esta incipiente recuperación se convierta en un crecimiento sostenible que permita volver a crear empleo.

BIBLIOGRAFÍA

- Agencia Estatal de la Administración Tributaria (2013), *Ventas, empleo y salarios en las grandes empresas*.
- Banco de España (2013), Central de Balances. *Resultados de las empresas no financieras hasta el tercer trimestre de 2013*.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013).
- Instituto Nacional de Estadística (2013), *Contabilidad Trimestral de España*.

LOS BENEFICIOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA: 2006-2013

Vicente Salas Fumás (*)

Universidad de Zaragoza

RESUMEN

Este texto analiza los beneficios de las empresas españolas en 2013, en el contexto de la evolución general de la cuenta de resultados para el agregado de sociedades no financieras (Contabilidad Nacional) en el periodo 2006-2013. Los resultados ponen de manifiesto que el inicio de la crisis coincide con los niveles más bajos de beneficios y rentabilidad de las sociedades no financieras españolas. Durante los años de crisis los beneficios se recuperan con el progresivo aumento de los márgenes brutos y el descenso de los gastos financieros e impuesto de sociedades. Los beneficios para 2013, valores estimados para el conjunto del año, muestran una notable recuperación de los márgenes empresariales que es de esperar tenga repercusión en la recuperación próxima de los niveles de inversión en capital desde los niveles más bajos en los últimos años.

PALABRAS CLAVE

Beneficios empresariales, Sociedades no financieras, España 2013.

1. Introducción

Este texto analiza los beneficios empresariales del año 2013 en España dentro del análisis general de la evolución de los beneficios y de generación y uso de flujos de fondos en el conjunto de las sociedades no financieras (SNF) en el periodo 2006-2013. El análisis se realiza a partir de la información original contenida en las Cuentas Corrientes de la Contabilidad Nacional Trimestral, correspondiente al sector institucional de sociedades no financieras (INE). El objetivo del trabajo es evaluar las perspectivas de recuperación de la actividad y del empleo en España en función de la evolución de los márgenes de beneficios de las empresas no financieras, después de unos años de contracción en la actividad y el empleo que marcan la crisis económica y financiera por la que transita la economía española en los últimos años.

La información concreta utilizada en los análisis posteriores se extrae del capítulo 3 del *Informe Anual de*

la Central de Balances del Banco de España, titulado «Cuentas para el Análisis Económico General», el cual utiliza a su vez información procedente de la Contabilidad Nacional de España, correspondientes al sector institucional de las SNF. Puesto que la información del capítulo 3 del *Informe Anual de Central de Balances* solo llega hasta el año 2012, los datos del último año, 2013, se elaboran directamente a partir de la información de Contabilidad Nacional para este año. En el momento de redactar este texto la Contabilidad Nacional solo publica datos del primer semestre de 2013, por lo cual los datos que se presentan para todo el año 2013 son estimaciones por extrapolación y por relación con el segundo semestre del año 2012.

El *Suplemento Metodológico* que publica la Central de Balances junto al Informe Anual aclara que *las cuentas del capítulo 3 integran bajo un mismo ámbito conceptual, el derivado de las normas deducidas de los sistemas de Contabilidad Nacional, los datos del agregado formado por el total de empresas colaboradoras (que se recopilan en los cuadros 3.1.1 a 3.8) y las cuentas del total del sector Sociedades no Financieras según la Contabilidad Nacional (cuadros 3.9.1 a 3.14), tanto en su aproximación no*

(*) Agradezco los comentarios de Manuel Ortega, Ana Esteban e Ignacio González (Banco de España, Central de Balances) a una versión previa del trabajo. El texto final es únicamente de mi responsabilidad.

financiera (cuentas corrientes y cuentas de capital; fuente: INE) como en su aproximación financiera (cuenta financiera y balance financiero; fuente: Banco de España), página 27. Nuestro planteamiento es distinto pues si la Central de Balances adapta las cuentas anuales según Contabilidad Empresarial (CE) al formato de la Contabilidad Nacional (CN), este trabajo adapta las cuentas anuales de CN, en la aproximación no financiera, para una presentación y posterior análisis de las mismas similares a los que habitualmente se realizan desde la CE.

Los flujos de las cuentas que forman parte de la CN referidos al conjunto de la economía, son el resultado de la agregación de los flujos de las sociedades no financieras individuales por sus actividades de producción y venta que realizan en España. La agregación da lugar a una empresa ficticia que aunque puede parecer que representa al conjunto de todas las empresas, realmente se trata de una empresa inexistente. En todos los países, incluida España, el tejido empresarial es altamente heterogéneo; la agregación de las cifras individuales para calcular un total nacional elimina la heterogeneidad de partida, dando lugar a una empresa que se toma como *representativa* de la economía cuando probablemente ninguna empresa individual se verá representada en ella. El análisis de la cuenta de resultados atribuida al conjunto de SNF españolas es, por tanto, un análisis que debe valorarse de igual forma a como se valoraría cualquier análisis con datos macroeconómicos, evitando trasladar las conclusiones a la situación de empresas concretas.

La información para el cálculo de los beneficios empresariales que presenta este trabajo se estructura de forma similar a la cuenta de resultados que elabora la Central de Balances del Banco de España y publicada en el capítulo 2 del Informe Anual, utilizando datos proporcionados por las empresas colaboradoras de la Central. Sin embargo la comparación entre los contenidos del capítulo 2 del *Informe Anual de la Central de Balances* y los del presente trabajo debe hacerse con mucha cautela y teniendo muy en cuenta las diferencias de enfoque y de materialización de las cuentas, y particularmente el diferente esquema del reconocimiento de los ingresos y gastos de la contabilidad financiera frente al registro de operaciones en la CN (en las cuentas de corrientes y acumulación), que se describen con detalle y precisión en el *Suplemento Metodológico* (pági-

nas 27-42). En todo caso el trabajo no homogeniza la información para hacerla totalmente comparable con la de Central de Balances, ni tampoco se llevan a cabo comparaciones entre unos resultados y otros (1).

Otro aspecto importante a tener en cuenta para interpretar los resultados que se exponen a continuación, es que las cifras de cuenta de resultados corresponden a empresas individuales y no a resultados consolidados de los grupos empresariales en los que las empresas pudieran integrarse. En la CN de España se reflejan las cifras de ingresos y costes correspondientes a las actividades que las empresas con sede en España, de propiedad nacional y extranjera; si alguna de estas empresas posee filiales o participaciones en empresas con sede fuera en España, las actividades de estas filiales y participadas en el exterior queda fuera de la CN, aunque formen parte del mismo grupo empresarial y por tanto operan bajo la misma dirección. Los flujos de retornos que recibe la matriz española por los activos en las filiales se limitan a flujos en forma de rentas financieras (intereses y dividendos), en compensación por la financiación proporcionada a las mismas. Si es la empresa con sede en España la que recibe financiación de la matriz extranjera entonces es la empresa española la que paga intereses o dividendos por la financiación recibida. Si la gestión del grupo empresarial responde a una verdadera unidad de dirección, la mejor forma de evaluar el desempeño de las empresas será la que utiliza datos de actividad y beneficios referidos al grupo; en la medida en que los datos de CN solo permiten obtener una visión parcial de los grupos empresariales, la información obtenida de la misma sobre la situación de las empresas españolas será también parcial.

El resto de la exposición se organiza en los siguientes apartados. Primero se presenta la cuenta de resultados del sector institucional de SNF resumida en las cifras de valor de la producción, valor añadido y beneficios en diferentes escalones de la cascada de resultados hasta llegar al beneficio neto final. El apartado segundo se centra en la presentación y análisis de los flujos de reparto de beneficios y los flujos de fondos generados y utilizados. El apartado tercero, dedicado a las conclusiones, valora los resultados más relevantes y los pone en relación con una eventual recuperación de la inversión en capital en la economía española.

2. Cuenta de resultados de las SNF

El cuadro 1 muestra la cascada de resultados de las SNF desde el valor de la producción hasta el beneficio neto, correspondientes a los años 2006-2013. Para la elaboración del cuadro 1 se han utilizado las cuentas de síntesis que publica el *Informe Anual de la Central de Balances* correspondiente a 2012, capítulo 3 de la monografía, así como las cuentas originales de CN. La Central de Balances contiene datos hasta 2012 y la CN hasta el primer semestre de 2013 por lo que los valores para todo el año 2013 que aparecen en el cuadro 1 se elaboran a partir de estimaciones para el segundo semestre, en las que se tiene en cuenta la tendencia general de los dos trimestres anteriores y de los trimestres tercero y cuarto del año anterior.

La cascada de resultados se inicia con el valor de la producción de las SNF en España a precios básicos (antes

de los impuestos sobre productos y servicios vendidos); de este valor se sustraen los consumos de productos intermedios utilizados en la producción para llegar al valor añadido bruto, VAB, que representa la aportación de las SNF al PIB de la economía española (entre el 45 y el 50% del PIB total) (2). El VAB, más las subvenciones recibidas y menos los impuestos sobre la producción, se reparte entre remuneración a los asalariados y excedente bruto de explotación que incluye la retribución al capital más la renta del empresario. El excedente bruto menos los consumos de capital (amortizaciones) da como resultado el beneficio de operaciones que representa la retribución, neta de los consumos de servicios de capital en la producción, de los activos materiales e inmateriales dedicados a la producción y venta de bienes y servicios en España y la renta empresarial.

Cuadro 1
Cuenta de Resultados de las SNF (Contabilidad Nacional)

En millones

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (*)
Producción a precios básicos	1.330.779	1.416.984	1.445.250	1.393.950	1.399.362	1.405.186	1.383.624	1.358.459
– Consumos intermedios	870.693	926.720	923.134	888.430	887.349	887.949	873.531	855.829
= Valor añadido bruto	460.086	490.264	522.116	505.520	512.013	517.237	510.093	502.630
+ Subvenciones-Impuestos producción	-1.613	-939	-1.093	-1.792	-2.006	-2.244	-3.953	-6.564
– Remuneración de asalariados	294.492	317.289	337.916	321.836	315.103	314.651	299.397	284.567
= Excedente bruto de explotación	163.981	172.036	183.107	181.892	194.904	200.342	206.743	211.498
– Amortizaciones	78.441	84.817	90.824	93.096	95.549	98.319	100.587	100.314
= Beneficio de operaciones	85.540	87.219	92.283	88.796	99.355	102.023	106.156	111.184
+ Intereses y dividendos percibidos	28.411	32.362	36.297	31.609	30.300	30.625	28.353	26.842
+ Otras rentas de la propiedad netas	3.248	5.500	1.375	2.046	1.083	630	881	1.033
= Beneficio antes de I e I	117.199	125.081	129.955	122.451	130.738	133.278	135.390	139.059
– Gastos financieros	36.019	51.984	59.954	32.968	30.477	36.313	32.312	26.312
– Impuesto sobre beneficios	33.813	41.665	25.449	19.793	15.996	15.786	19.742	19.872
= Beneficio neto	47.367	31.432	44.552	69.690	84.265	81.179	83.336	92.875

(*) Valores estimados.

Fuente: Elaboración propia a partir del *Informe Anual de la Central de Balances*, 2012, capítulo 3, y de las Cuentas Institucionales, SNF, de Contabilidad Nacional.

Las SNF radicadas en España obtienen rentas en forma de intereses y dividendos por los activos financieros que poseen en forma de préstamos y acciones con las que financian a sus empresas filiales y participadas; estas filiales y participadas tendrán su sede fuera de España o pertenecerán al sector de SNF (la inclusión de SNF participadas con sede en España incurriría en dobles contabilizaciones). El beneficio de operaciones más los intereses y dividendos percibidos y más otras rentas, por ejemplo por alquileres de inmuebles, determinan el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII); de este beneficio se sustraen los gastos financieros pagados por la financiación recibida en forma de deuda con coste explícito, incluidos los préstamos de filiales, y se sustraen los impuestos sobre beneficios de sociedades y sobre la propiedad para llegar al último renglón del beneficio neto, que retribuye a los accionistas-propietarios.

El VAB crece desde 2006 hasta su valor máximo en 2008 y desciende en años posteriores de manera que el VAB en 2013 es un 4% inferior, en términos nominales, al VAB en 2008. Las cifras de beneficios muestran valores que oscilan con variaciones anuales positivas y negativas hasta 2009; a partir de dicho año los beneficios siguen una senda creciente, excepto el beneficio

neto que se mantiene oscilante todo el periodo. El principal condicionante de la evolución de los beneficios es la evolución en la remuneración de los asalariados, un descenso del 16% desde la cifra más alta de 2008 hasta la más baja de 2013. En los renglones más bajos de la cuenta de resultados influyen también la evolución temporal de los gastos financieros y de los impuestos sobre la renta y patrimonio, sobre todo el descenso de los mismos a partir de 2009, en comparación con los gastos financieros e impuestos de años anteriores. En este sentido, en el año 2007, antes de la crisis, los gastos financieros y los impuestos suman en total más de 93.000 millones de euros, casi el 75% del BAIT. Los altos costes financieros de la deuda, coincidiendo con la elevación de los tipos de interés oficiales, y los elevados impuestos directos pagados por las SNF en 2006-2008, en comparación con los impuestos pagados en los años posteriores, explican que los valores más bajos en beneficios netos de las SNF, dentro del periodo estudiado, se producen en los años 2006-2008, justo en los años que preceden a la profundización de la crisis económica.

La cuenta de resultados en valores absolutos del cuadro 1, se completa con el cuadro 2 donde se presentan valores relativos en porcentaje sobre el VAB de las rú-

Cuadro 2 Partidas de la Cuenta de Resultados

En porcentaje del VAB

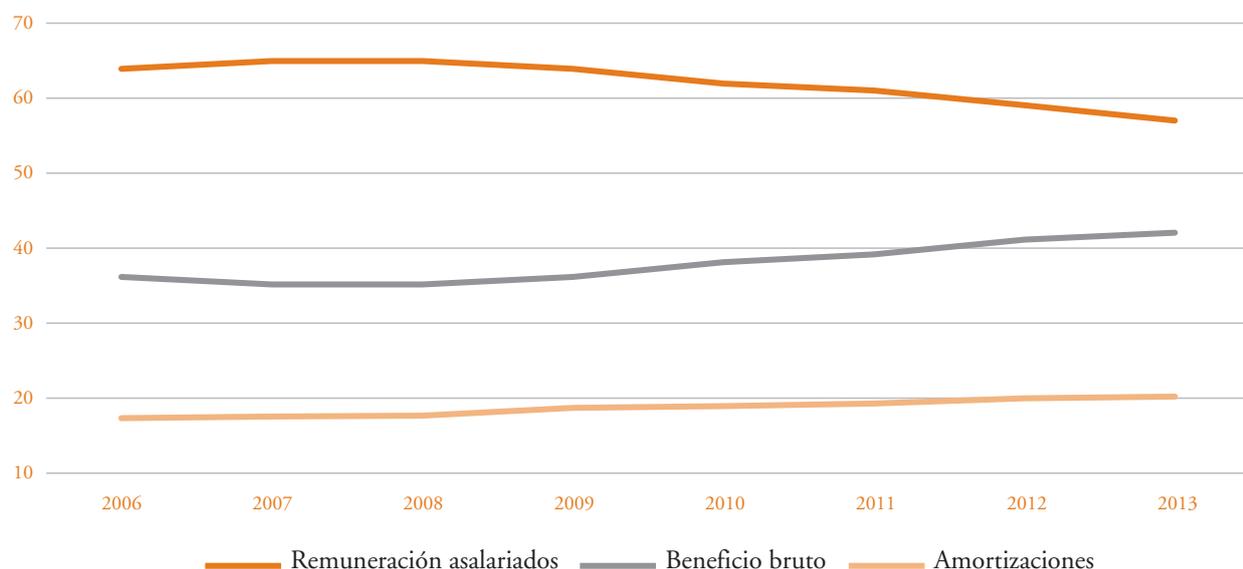
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (*)
Valor añadido bruto	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Remuneración asalariados	64%	65%	65%	64%	62%	61%	59%	57%
Excedente bruto explotación	36%	35%	35%	36%	38%	39%	41%	42%
Beneficio operaciones	19%	18%	18%	18%	19%	20%	21%	22%
Intereses y dividendos percibidos	6%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%
Beneficio antes de I e I	25%	26%	25%	24%	26%	26%	27%	28%
Gastos financieros	8%	11%	11%	7%	6%	7%	6%	5%
Impuestos sobre beneficio	7%	8%	5%	4%	3%	3%	4%	4%
Beneficio neto	10%	6%	9%	14%	16%	16%	16%	18%

(*) Valores estimados.

Fuente: Elaboración propia a partir del cuadro 1.

Gráfico 1**Remuneración asalariados, beneficio bruto y amortizaciones**

En porcentaje sobre VAB



Fuente: Cuadro 2.

bricas más relevantes de la cuenta de resultados (3). El cuadro pone de manifiesto la pérdida de peso relativo de la remuneración de los asalariados en el total del VAB. El descenso alcanza los 8 puntos porcentuales, de manera que la remuneración de asalariados que representa el 65% del VAB en los años hasta 2008, desciende al 57% en 2013. El excedente bruto de explotación aumenta su peso sobre el VAB en 7 de los 8 puntos porcentuales y el punto porcentual restante corresponde al incremento en los impuestos sobre la producción (neto de subvenciones). Entre 2008 y 2013 los beneficios de operaciones aumentan 4 puntos porcentuales, sobre todo a partir de 2011, teniendo en cuenta el ligero repunte en las amortizaciones sobre el VAB en los últimos años. El gráfico 1 representa de forma visual el reparto del VAB entre retribución a los asalariados, beneficio bruto y amortizaciones.

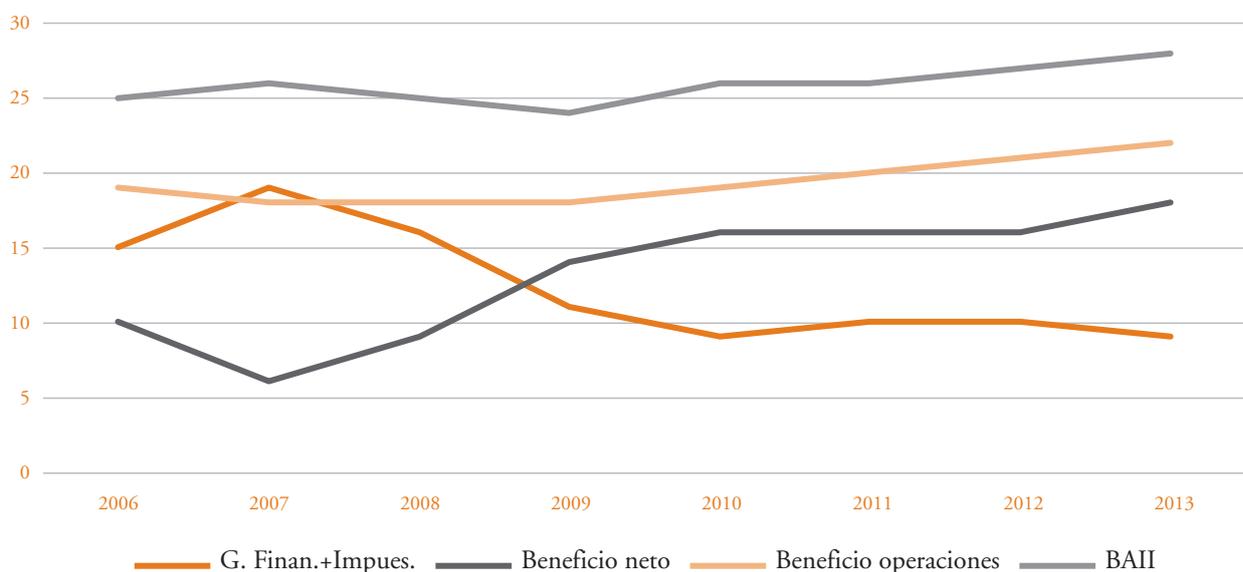
La contribución al beneficio de las rentas financieras, intereses y dividendos percibidos, en términos porcentuales, se mantiene estable alrededor del 6% del VAB, excepto un ligero aumento, hasta el 7%, en los años 2007 y 2008. Los gastos financieros por la financiación recibida en concepto de deuda y préstamos absorben

hasta el 11% del VAB en los años 2007 y 2008, y en los años sucesivos descienden hasta el 5% estimado para el año 2013, reproduciendo un perfil temporal en esta partida que ya se advertía a partir de las cifras absolutas del cuadro 1. Los impuestos sobre beneficios y rentas de la propiedad siguen el perfil temporal paralelo al de los gastos financieros, con máximos sobre el VAB en 2006-2007 alrededor del 8%, estabilizándose en años sucesivos alrededor del 4%.

La suma de aportaciones y deducciones sucesivas al beneficio de operaciones da como resultado que el beneficio neto desciende hasta el valor más bajo del 6% del VAB en 2007, para recuperarse después hasta el 16% en los años 2010-2012 y hasta el 18% en 2013. Los 12 puntos porcentuales de VAB de mejora en el beneficio neto entre 2007 y 2013 resultan de los 8 puntos de pérdida de peso de la retribución a los asalariados y los 10 puntos que pierde el peso de los gastos financieros e impuestos; a estas partidas se les sustraen seis puntos porcentuales por más impuestos sobre la producción y más amortizaciones, y por una menor contribución de los ingresos financieros y otras rentas de la propiedad.

Gráfico 2**Beneficios y gastos financieros más impuestos**

En porcentaje sobre VAB



Fuente: Cuadro 2.

El gráfico 2 resume la evolución de los distintos conceptos de beneficios juntamente con la suma de intereses pagados por la deuda e impuestos sobre beneficios, en porcentaje sobre el VAB, dando expresión gráfica a los porcentajes del cuadro 2. El paralelismo entre el BAI y el beneficio de operaciones refleja la estabilidad en el tiempo de la contribución procedente de las rentas financieras. El gráfico 2 destaca también el drenaje de hasta casi 20 puntos porcentuales de VAB en concepto de gastos financieros e impuestos que soportan las SNF en el año 2007.

2. Reparto de los beneficios, recursos generados y su aplicación

El beneficio antes de intereses e impuestos BAI representa el beneficio generado por la aplicación a actividades productivas o inversiones financieras de los activos del balance de las empresas. Este beneficio se destina a retribuir a los pasivos, deuda y fondos propios, y al pago de impuestos. La CN identifica otro destinatario de los beneficios identificado como *Otras transferencias* (4). Por otra parte la retribución de los fondos propios

no está precontratada por lo que después del pago de dividendos a los titulares de dichos fondos propios (accionistas y propietarios de la empresa), si la diferencia final es positiva la empresa aporta beneficios retenidos a las reservas constituidas; si la diferencia es negativa se detraen fondos de las reservas acumuladas.

El cuadro 3 muestra la evolución del BAI de las SNF elaborado a partir del cuadro 1 complementado con las cifras de *Otras transferencias* y *Dividendos extraídos* de las mismas fuentes de las que se extrae la información del cuadro 1. El cuadro tiene dos partes, la superior con cifras de valores absolutos y la inferior con valores relativos al BAI.

En los años 2006-2008 el BAI es insuficiente para cubrir el pago de intereses de la deuda, los impuestos de sociedades, las otras transferencias y los dividendos, de manera que la cifra de beneficios retenidos en esos años es negativa. En el año 2007 los beneficios retenidos alcanzan la cifra negativa de -27.269 millones de euros, lo que representa casi el 22% del BAI. A estos valores negativos de los beneficios retenidos contribuyen, sobre todo, los altos gastos financieros e impuestos

Cuadro 3**BaII y su reparto. SNF 2006-2013**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (*)
BaII	117.199	125.081	129.955	122.451	130.738	133.278	135.390	139.059
– Gasto financiero	36.019	51.984	59.954	32.968	30.477	36.313	32.312	26.312
– Impuestos	33.813	41.665	25.449	19.793	15.996	15.786	19.742	19.872
– Otra transferencias	8.853	9.887	10.578	10.316	10.131	10.056	9.573	9.573
– Dividendos	47.238	48.814	48.917	50.097	46.170	46.270	44.191	43.911
= Beneficio retenido	-8.724	-27.269	-14.943	9.277	27.964	24.853	29.572	39.391
GF/BaII	0,307	0,416	0,461	0,269	0,233	0,272	0,239	0,189
IMP/BaII	0,289	0,333	0,196	0,162	0,122	0,118	0,146	0,143
OTTR/BaII	0,076	0,079	0,081	0,084	0,077	0,075	0,071	0,069
DIV/BaII	0,403	0,390	0,376	0,409	0,353	0,347	0,326	0,316
BERE/BaII	-0,074	-0,218	-0,115	0,076	0,214	0,186	0,218	0,283

(*) Valores estimados.

Fuente: Elaboración propia a partir del *Informe Anual de la Central de Balances, 2012*, capítulo 3, y de las Cuentas Institucionales, SNF, de Contabilidad Nacional.

pagados por las SNF en esos años que en el año 2007 representan, entre los dos conceptos, el 75% del BaII. Las Otras transferencias se mantienen en proporciones relativamente estables y la proporción de BaII que se destina a pagar dividendos muestra un ligero descenso en los últimos años. Esto significa que la evolución de los beneficios retenidos está muy marcada por la evolución temporal de los gastos financieros e impuestos que a partir de 2007 inician una tendencia descendente, de manera que en 2013 representan solo el 33% del BaII. El gráfico 3 proporciona la representación visual de los porcentajes para los distintos conceptos en que se distribuye el BaII según las cifras de la parte inferior del cuadro 3.

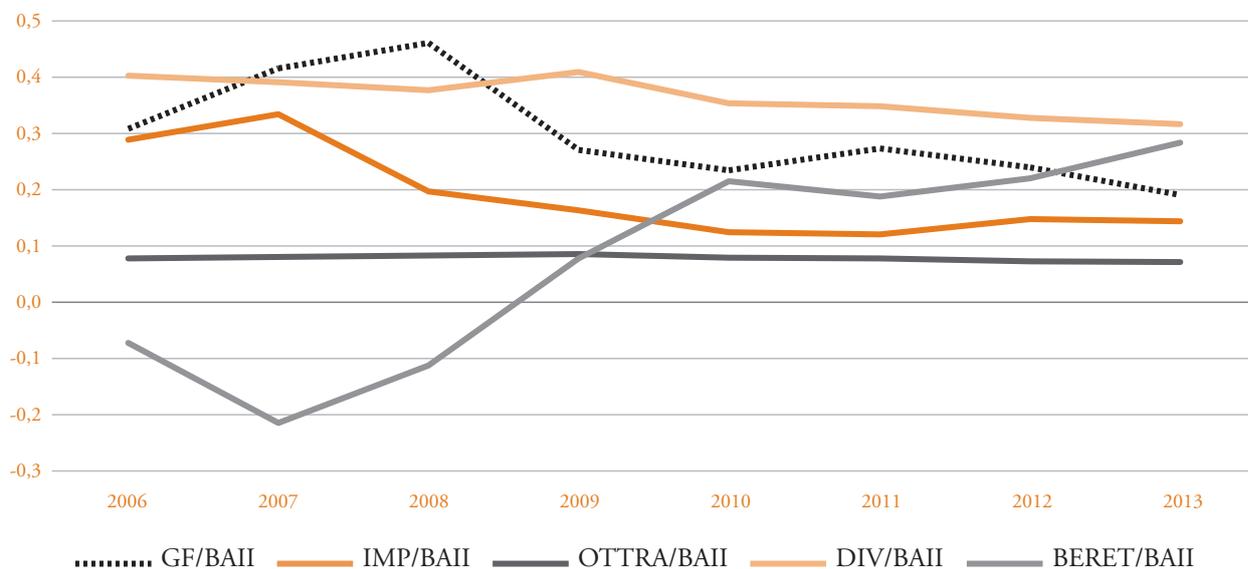
Los beneficios de la empresa no coinciden con los flujos de tesorería generados y aplicados a lo largo del ejercicio económico. Las diferencias se explican por varias razones, aunque las que acostumbran a ser más importantes tienen que ver con los flujos de amortizaciones e inversión en capital. Las amortizaciones se reconocen como coste en el cálculo del beneficio pero no representan un movimiento de tesorería porque el coste tiene su ori-

gen en el consumo y consiguiente pérdida de valor de un activo que ya estaba en posesión de la empresa al comienzo del ejercicio. En cuanto a la inversión nueva realizada durante el ejercicio, no entra en el cálculo del beneficio porque se trata de dotar a la empresa de activos cuya vida útil productiva se prolonga durante varios ejercicios, aunque si un movimiento de tesorería pues la inversión hay que pagarla íntegramente en el momento en que se integra a los activos de la empresa. El análisis de los fondos generados y su aplicación proporciona una aproximación al movimiento de flujos de fondos generados y usados durante el ejercicio, complementaria a la ya vista sobre beneficio generado y su aplicación a retribuir a los pasivos propios y ajenos de la empresa. El cuadro 4 detalla los movimientos de cuentas que miden los fondos generados y su aplicación en las SNF españolas durante los años 2006 hasta 2013.

Los recursos generados por la propia empresa en el ejercicio económico se calculan como la suma de los beneficios netos, más otras transferencias (en valores negativos) y más las amortizaciones. Por otra parte, los usos de los fondos generados incluyen el pago de

Gráfico 3

Reparto del BAII entre intereses, impuestos, transferencias, dividendos y beneficios retenidos (sobre BAII)



Fuente: Cuadro 3.

dividendos y la inversión en capital. La diferencia entre recursos generados y los empleos de los mismos en el pago de dividendos y en la financiación de la inversión en capital, da como resultado la capacidad de financiación o las necesidades de fondos adicionales a los internamente generados. Los fondos exce-

dentarios, capacidad de financiación, aumentarán la tesorería de la empresa, lo que en cierto modo puede considerarse equivalente a una reducción en el endeudamiento total. El déficit o necesidad de financiación, tendrá que cubrirse con fondos externos ya sea en forma de deuda o de capital propio.

Cuadro 4

Recursos generados y aplicación

En millones

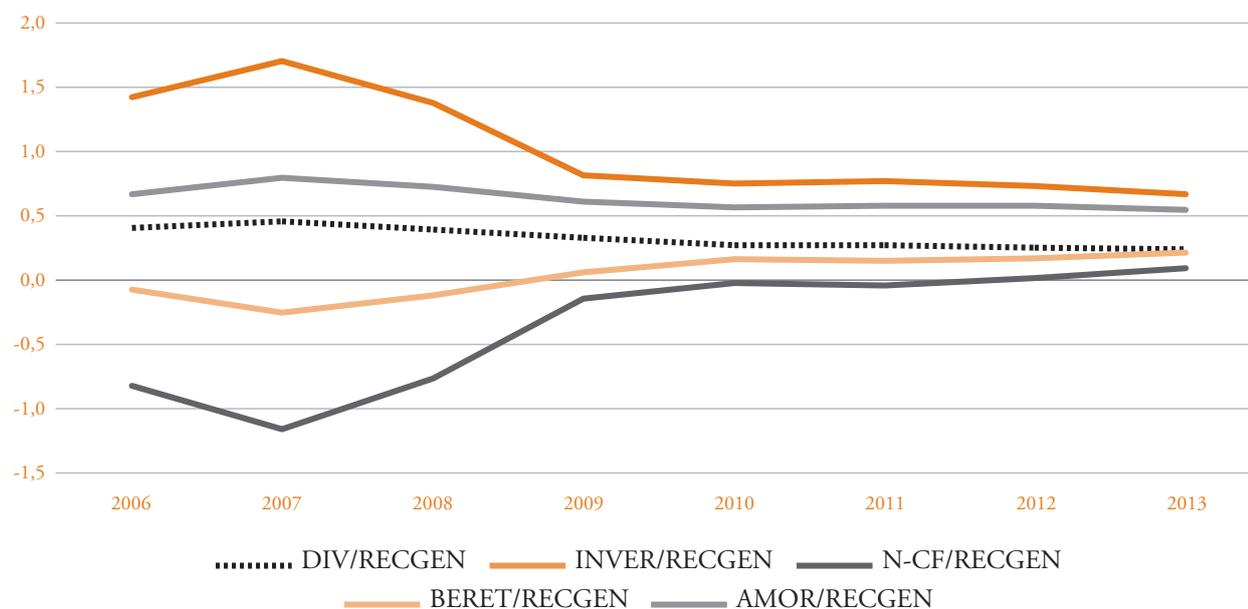
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (*)
Beneficio neto + Transferencias	38.514	21.545	33.974	59.374	74.134	71.123	73.763	83.302
- Dividendos	47.238	48.814	48.917	50.097	46.170	46.270	44.191	43.911
+ Amortizaciones	78.441	84.817	90.824	93.096	95.549	98.319	100.587	100.314
= <i>Cash-flow</i> interno	69.717	57.548	75.881	102.373	123.513	123.172	130.159	139.705
- Inversión capital	166.245	181.130	171.818	124.587	127.190	130.532	127.943	122.801
= Capacidad/Necesidad financiación (+/-)	-96.528	-123.582	-95.937	-22.214	-3.677	-7.360	2.216	16.904

(*) Valores estimados.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Anual de la Central de Balances, 2012, capítulo 3, y de las Cuentas Institucionales, SNF, de Contabilidad Nacional.

Gráfico 4

Componentes recursos generados y aplicaciones;
valores relativos al total de recursos generados (RECGEN)



Fuente: Cuadro 4.

En los años 2006-2008 los beneficios netos más las transferencias (estas últimas valores negativos en todos los años y con un valor absoluto de entre 8.000 y 10.000 millones por año) son inferiores a los dividendos pagados a los titulares de los fondos propios, con lo cual se obtienen de nuevo las cifras negativas de beneficios retenidos (lo que significa que las empresas deben apelar a fuentes externas, por ejemplo deuda, para atender el pago de los dividendos). Por otra parte, los dividendos son relativamente estables en el tiempo, entre 44.000 y 50.000 millones de euros por año. A partir de 2009 los beneficios retenidos ya son positivos y alcanzan casi 40.000 millones (estimados) en 2013. La dotación a amortizaciones aumenta paulatinamente año a año, mientras que la inversión en capital, por el contrario, alcanza su valor máximo absoluto en los años 2006-2008 con una cifra total que prácticamente dobla la cifra de amortizaciones. En el periodo 2006-2008 tiene lugar un crecimiento sustancial en la capacidad de producción de las SNF españolas. A partir de 2009 la inversión en capital se estanca en valores muy por debajo del valor máximo en 2007, mientras que

las amortizaciones aumentan; en 2013 se estima que la inversión en capital supera a las amortizaciones apenas en un 22%.

El saldo neto de las fuentes y usos de fondos son los excedentes o déficits de financiación interna. Entre 2006 y 2008 las SNF acumulan un déficit por diferencia entre recursos generados internamente y necesidades de fondos por inversión en capital y dividendos, por encima de los 300.000 millones de euros (acumulado para los tres años). El déficit por diferencia entre recursos generados y empleados desciende casi a la décima parte en total para los tres años siguientes, 33.000 millones euros, mientras que entre 2012 y 2013 se estima un exceso de fondos generados sobre los utilizados de casi 20.000 millones de euros en total.

El gráfico 4 muestra los componentes de recursos generados y utilizados en valores normalizados por el total de recursos generados en cada año, iguales al beneficio neto más otras transferencias y más amortizaciones. Los recursos generados se reparten en dividendos más inversión y más necesidad o capacidad de financiación.

El gráfico deja claro que la evolución de la inversión en capital marca la evolución del déficit o superávit de fondos generados, pues los dividendos mantienen una relación relativamente estable sobre el total de recursos generados, con un ligero descenso en los últimos años. Por otra parte, los beneficios retenidos y la amortización son las fuentes de financiación con que cuenta internamente la empresa para financiar las nuevas inversiones. El gráfico 4 pone de manifiesto que los beneficios retenidos fueron negativos con un valor que representa más del 25% de los recursos generados en el año 2007. A partir de 2009 los beneficios retenidos ya son positivos y crecen hasta aportar financiación por un valor que supone más del 20% de los recursos generados. En los años 2012 y 2013 los beneficios retenidos más las amortizaciones suman una cifra total superior a la inversión en capital. El exceso de fondos generados internamente sobre la demanda de fondos para financiar la inversión en capital da lugar a un superávit que o bien aumenta la tesorería de la empresa o bien se destina a reducir la deuda. En 2013 el superávit empieza a ser importante pues representa el 9% de los recursos generados y casi el 14% de la inversión en capital estimada para ese año.

4. Conclusión

La cuenta de resultados de las SNF en los años previos a la crisis financiera muestra una situación del sector empresarial no financiero de la economía española menos positiva de la que podía desprenderse de los agregados macroeconómicos de producción y empleo en los mismos años previos. En efecto, según la CN, los años 2007-2008 son los años con los beneficios netos más bajos, absolutos y relativos del periodo 2006-2013 que se estudia en este trabajo. A los bajos beneficios de estos años contribuyen, sobre todo, los elevados gastos financieros y una elevada factura fiscal por el impuesto sobre beneficios y rentas de la propiedad de las sociedades. Los elevados costes financieros que soportan las SNF en estos años se explican por el aumento paulatino en los tipos de interés oficiales iniciado en 2006, cuando las empresas españolas estaban acumulado un alto volumen de deuda desde hacía ya varios años. Para el comportamiento atípico, dentro del periodo, de los impuestos sobre sociedades no tenemos una explicación.

Con la llegada de la crisis y a partir de 2009 los beneficios de las SNF, según datos de CN, inician una senda de recuperación tanto en términos absolutos como relativos al VAB generado. A la recuperación del beneficio contribuye sobre todo el aumento del beneficio bruto por motivo del descenso en la remuneración de los asalariados, aunque también contribuyen el descenso en los gastos financieros por el cambio de la política monetaria esta vez por descenso en el tipo de interés oficial, y la reducción a la mitad de la factura fiscal por el impuesto sobre sociedades, a pesar de que la base imponible principal del impuesto, el beneficio después de gastos financieros, mantiene una tendencia ascendente en el tiempo. De este modo, el beneficio neto sobre VAB de las SNF se multiplica por tres, desde el 6% en 2007 al 18% estimado para 2013.

En términos de recursos de tesorería generados y utilizados por las empresas para pagar dividendos y financiar la inversión en capital, los datos disponibles ponen de manifiesto el elevado volumen de fondos externos que necesitan las SNF en los años 2006-2008, 300.000 millones en los tres años, para cubrir la insuficiencia de los beneficios y las amortizaciones para pagar dividendos y financiar la inversión en capital. Aunque el déficit de fondos internos se debe sobre todo a la elevada inversión en capital que subió por encima de los 180.000 millones de euros en 2007 (más del 36% del VAB de las SNF), al mismo contribuyó también que en los años 2006-2008 las SNF pagaron dividendos en un montante superior al de los beneficios netos, es decir los beneficios retenidos en esos años fueron negativos.

La recuperación del beneficio neto a partir de 2009 y sobre todo el descenso en la inversión en capital en un 33% en los últimos años sobre su valor más alto de 2007, han cambiado la tendencia en la diferencia entre recursos generados y usos a los que se destinan, dividendos más inversión, de manera que en 2013 los recursos generados se espera que superen ampliamente la suma de dividendos más inversión de capital. En principio, este exceso en los fondos generados supone una reducción en la deuda agregada de las SNF. Sin embargo, los relativamente altos márgenes de beneficios del año 2013 invitan a creer que las SNF están en un momento propicio para recuperar parte de la caída de la inversión en capital de los últimos años. La

recuperación de la inversión no es incompatible con el desendeudamiento deseado por las empresas mientras la inversión adicional se financiara sobre todo con fondos propios, es decir si las empresas aumentan la inversión actual en un montante igual al exceso de recursos generados para la inversión inicialmente estimada para 2013. La nueva inversión aumenta el activo y el pasivo del balance, reduciendo la ratio de endeudamiento total porque se financia con fondos propios. Por otra parte, la ampliación de la capacidad debe traducirse en más VAB y más beneficios con lo cual el saldo de deuda sobre VAB y sobre EBITDA también se reduce.

Un aspecto relevante a tener en cuenta para pronosticar el comportamiento futuro de la inversión en capital por parte de las SNF es conocer la inversión deseada por parte de las empresas, aceptando que cuentan con los fondos financieros suficientes para financiarla. Las cifras de CN para las SNF indican que en los años 2000 y 2001, cuando todavía no se había acelerado la inversión en capital en España, la inversión en capital representaba el 30% del VAB. Con el VAB actual este porcentaje supone una inversión en valor absoluto de unos 150.000 millones, 30.000 millones por año por encima de la inversión actual (alrededor de 120.000 millones). Sin embargo hay razones para suponer que parte de la inversión acumulada en los años álgidos como 2007 está infrautilizada y por tanto las empresas esperarán a que se elimine el exceso de capacidad antes de volver a los promedios históricos de inversión en capital (Mas, Pérez y Uriel, 2013). Sin descartar el freno a la inversión por exceso de capacidad instalada, los argumentos que aporta nuestro trabajo anticipando un repunte de la inversión empresarial por parte de las SNF, incluyen, la mejora sustancial en los márgenes de beneficios y la generación de recursos internos por encima de las necesidades actuales en un montante igual a la mitad del volumen de inversión adicional necesaria para alcanzar cifras de inversión relativa similares a las del inicio de la década pasada.

NOTAS

- (1) En Salas Fumás (2013b) se presenta el análisis de los beneficios de las sociedades no financieras a partir de los datos de Central de Balances del Banco de España hasta 2012.
- (2) Los consumos intermedios recogen los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), implícitos en operaciones de los intermediarios financieros con su clientela y que se originan tanto en operaciones activas (depósitos recibidos) como pasivas (préstamos concedidos); en el primer caso, minorando los intereses financieros que se derivan de los depósitos realizados y, en el segundo, incrementando el coste de la financiación concedida. Los servicios de intermediación imputados en los consumos intermedios se deducen de los intereses percibidos y devengados que aparecen en rúbricas inferiores de la cuenta de resultados (ver *Suplemento Metodológico 2013*, página 30).
- (3) El VAB aumenta en dos puntos porcentuales, del 35% al 37%, su peso relativo sobre el valor de la producción entre 2007 y 2013, porcentaje similar al que desciende el peso de los consumos intermedios. El mayor peso del VAB podría responder a una sustitución de *fabricar* por *comprar*, principalmente la compra en el exterior, es decir sustituyendo importaciones por producción en España.
- (4) Las *otras transferencias* se tratan como aplicaciones del beneficio empresarial; si se consideran otros costes de la actividad empresarial deberían deducirse de los ingresos en el cálculo de los beneficios.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2013a), *Informe Anual de la Central de Balances: 2012*, Banco de España, Madrid.
- (2013b), *Suplemento Metodológico*, Central de Balances, Banco de España, Madrid.
- Mas Ivars, M.; F. Pérez García y E. Uriel Jiménez (2013), «Inversión y Stock de capital en España (1964-2011)», Fundación BBVA, *Informes 2013*.
- Salas Fumás, V. (2013b), «Los beneficios de las sociedades no financieras», *Economistas*, 135.

Revista Española del Tercer Sector

Nº 25 - 2013 Cuatrimestre III

Artículos

Un marco de información financiera útil en sintonía con el Plan General Contable y las normas internacionales. El Plan general contable para las entidades no lucrativas
Elena Merino Madrid y Susana Villaluenga de Gracia

La educación para el desarrollo en el espacio universitario: de la formación en contenidos a la formación integral

Mª Luz Ortega Carpio, Mª Rosa Cordón-Pedregosa y Antonio Sianes

Análisis cualitativo del impacto de los microcréditos concedidos a mujeres
María Consol Torreguitart Mirada, Glòria Estapé-Debreuil

Trabajo social: pensando en global, interviniendo en local

Mª de las Mercedes Botija Yagüe

Memoria y envejecimiento activo: recursos disponibles para prevenir el deterioro cognitivo y sus principales resultados

Laura Ponce de León Romero y Francisco Javier García Castilla

Panorama

Una década de responsabilidad social universitaria en Iberoamérica

Juan José Martí Noguera y Manuel Martí-Vilar

Dimensiones, lógicas «Ylógicas» en las asociaciones y fundaciones: algunas claves en la toma de decisiones en el tercer sector de Acción Social

Guillermo Fernández Maíllo

2103: EL AÑO DEL RÉCORD DE TURISMO EXTRANJERO EN ESPAÑA

Ramón Estalella Halffter

Secretario General de la Confederación Española de Hoteles y Alojamientos Turísticos (CEHAT)

RESUMEN

El año 2013 ha supuesto la recuperación del turismo extranjero en España y ha marcado un récord de visitantes extranjeros que muy pocos se atrevieron a pronosticar hace tan solo doce meses. En el presente artículo, sin embargo, hemos de destacar que estos números logrados no han sido fruto de la casualidad y demuestran que el modelo turístico español no está obsoleto.

Al mismo tiempo, hay que resaltar que si bien este año se bautizará como el de mayor éxito del sector turístico español, aún quedan muchos deberes por hacer y que el maná no ha llegado a todas las zonas ni a todos los productos de España por igual, ya que las cifras de turismo doméstico de interior aún quedan muy lejos de las de los años anteriores y que la burbuja inmobiliaria sigue afectando profundamente a la rentabilidad de las empresas hoteleras.

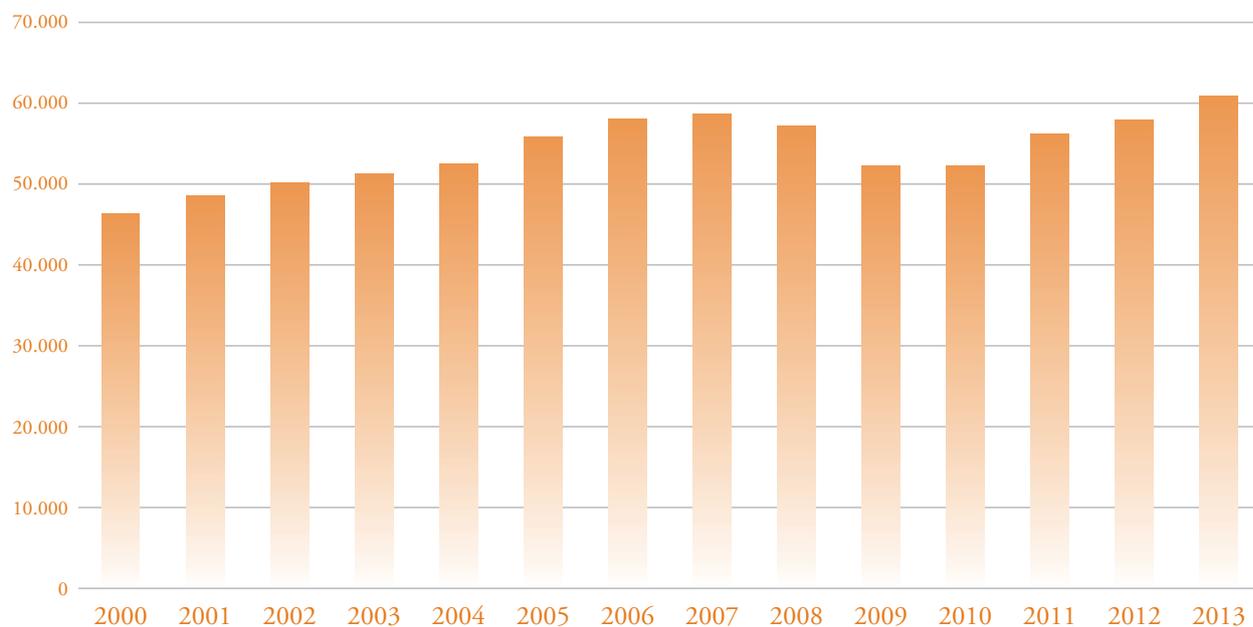
PALABRAS CLAVE

Empresas hoteleras, Turismo español, Gestión hotelera.

El año 2013 ha supuesto la confirmación definitiva de que el sector turístico en España goza de una excelente salud: se ha producido un incremento del 5% en la entrada de turistas con respecto al año anterior, superándose el anterior récord de 2007 en dos millones de personas. Esta de sesenta millones de turistas extranjeros, que de forma aislada nada significa, adquiere relevancia cuando se compara con las cifras de visitantes extranjeros del resto de nuestros competidores. El ostentar un lugar en el pódium de turistas extranjeros de forma sostenida en los últimos diez años, no hace sino consolidar una realidad indiscutible, que no es otra que la competitividad de las empresas turísticas y su capacidad para adaptarse a las nuevas tendencias del mercado.

En numerosas ocasiones oímos a destacados personajes públicos que menosprecian algunos segmentos turísticos o destinos de nuestro propio país. Muchas veces oímos hablar de los turistas de chancleta, los de la máquina al cuello y bañador que visitan nuestras costas, de los mochileros que vienen sin dinero en el bolsillo... sinceramente creo que estos comentarios nacen del desconocimiento profundo de la realidad

turística y que, gracias a todos los modelos de visitantes, España es capaz de mantener en muchas de sus zonas un alto nivel de vida de sus habitantes. Hay millones de personas que siendo jóvenes han viajado con pocos recursos y, cuando han sido ya más mayores y han conseguido un cierto nivel de renta, han visitado esos mismos lugares acompañados de amigos o de familiares, recordando aquellos viajes de antaño cuando se alojaban en albergues juveniles y se viajaba en vagones de tercera. Al mismo tiempo, al considerar que un turista de pocos recursos no *merece la pena*... ¿nos paramos a pensar los miles de puestos de trabajo que ese segmento genera, en transportes, alojamientos, consumiciones en hostelería, proveedores y un sinfín de etcéteras? Creo que es igual de digno un turista que ahorra a lo largo de un año una parte de su escaso sueldo y decide gastarlo en España, que el importante ejecutivo que viene a nuestro país a consumir productos de lujo. España ofrece productos turísticos para todos los niveles económicos y no debemos cerrarnos a intentar recortar nuestro mercado, en aras a una mayor renta disponible por turista, por su importante repercusión en los ingresos totales y el empleo.

Gráfico 1**Llegadas de turistas internacionales a España**

Fuente: Frontur, IET.

Otras veces, destacados profesores o estudiosos de la actividad advierten de la fatiga del modelo turístico español y de la obsolescencia de nuestro producto. Nos dicen que es mejor dirigirnos a productos gastronómicos, deportes de aventura, enseñanza de idiomas, congresos y eventos, compras... La realidad es tozuda, los turistas vienen a lo que les gusta, y lo que triunfa en una mayor proporción son los productos de sol y playa, donde sacamos una gran distancia a nuestros competidores y somos eficaces en la comercialización y gestión. Claro que debemos hacer enormes esfuerzos por potenciar nuestras joyas culturales o el turismo de salud, y de hecho lo apoyamos con firmeza, pero hay que saber que un turista que esté interesado en la pintura tiene cientos de grandes museos a visitar, y si buscas ciudades medievales, compites con las del resto de Europa. Por ello, a lo mejor la fórmula es poder combinar nuestro clima y nuestro *estilo de vida* con el arte, la cultura, las compras, el deporte o la sanidad. Allí entonces tendremos muy pocos rivales. Y ya, por último, observamos con cierta perplejidad cómo el propio sector turístico es discutido en mayor medida por

residentes en las zonas turísticas, sin que exista una concienciación social sobre la industria motor de su propio bienestar. Con demasiada frecuencia vemos quejas en los medios de comunicación locales sobre la presión que los turistas generan sobre el medio ambiente, los recursos escasos, el tráfico, las plazas de aparcamiento, el incremento de precios y tantos otros argumentos. Recuerdo el inmenso error de la promoción de la ecotasa balear, que culpaba a los turistas de un supuesto deterioro medioambiental, y las fotos de la propaganda de determinados grupos enseñando neveras viejas tiradas en barrancos y charcos de aceite quemado de automóvil en las cunetas. La verdad es que pocos turistas se traen sus neveras para tirarlas en barrancos o cambian el aceite del coche de alquiler. Cuando los países emisores vieron el poco afecto de aquella zona, decidieron cambiar de destino, y supuso una caída en la renta media local de más de dos dígitos. Pronto empezaron grupos sociales (taxistas, comerciantes, hostelería, fabricantes de muebles, etc.) a callar los argumentos de los promotores de la tasa, que fue retirada de inmediato y costó a las islas una fortuna.

Cuadro 1
Turistas extranjeros en España, 2000-2013

Año	Total en miles	Incremento
2000	46.385	2,1%
2001	48.565	4,7%
2002	50.331	3,6%
2003	50.854	1,0%
2004	52.430	3,1%
2005	55.914	6,6%
2006	58.004	3,7%
2007	58.666	1,1%
2008	57.192	-2,5%
2009	52.178	-8,8%
2010	52.677	1,0%
2011	56.177	6,6%
2012	57.701	2,7%
2013	60.661	5,1%

Fuente: Elaboración propia sobre datos Frontur, IET.

El mercado turístico ha sufrido unos cambios radicales en los últimos diez años. El desarrollo de Internet, la aviación comercial de bajo coste y las mejoras de muchos países competidores han provocado cambios sustanciales en la oferta, la demanda y el canal de comercialización. No es difícil deducir que si cambia

radicalmente el escenario, lo lógico es que las empresas menos eficientes o menos proclives al cambio, desaparezcan, pero en el sector turístico, con la excepción de algunos grupos de agencias de viajes tradicionales y las aerolíneas de bandera, no se ha producido una disminución en el número de empresas y empleados contratados.

En el cuadro 2 observamos el incremento habido en el número de plazas hoteleras entre el año 2000/2012 (+40%). Es significativo el importante incremento, más de 300%, en las categorías de 5 estrellas, el incremento en las de 4 estrellas (+200%) y el menor incremento en 3 estrellas (+10%). Esto significa, que referente a un modelo turístico centrado en un cliente de poder adquisitivo medio, se ha seguido la tendencia del mercado a un posicionamiento en el segmento medio-alto y que marca una tendencia para los próximos años. Sin embargo, si analizamos el crecimiento en los últimos cinco años, nos daremos cuenta que el crecimiento es muy inferior al lustro inmediatamente anterior, como refleja dicho cuadro, debido a la ausencia de financiación externa y a la sobreoferta que se ha producido en muchos destinos turísticos.

Si analizamos el perfil de los turistas en España (cuadro 3), es interesante ver que el 86% vinieron a España por ocio y vacaciones, mientras que los que vinieron por trabajo y negocios solo supusieron un 7% del total. Se produce un importante aumento de los turistas que vinieron por motivo de estudios, aunque solo alcanza un 2% del conjunto de los visitantes. Esto significa que la apuesta de España por el turismo relacionado con el ocio ha sido una apuesta importante. Es indudable que

Cuadro 2
Número de plazas hoteleras en España

	2000	2005	2010	2012
Total	1.033.011	1.212.598	1.398.734	1.432.582
5 estrellas	27.775	50.512	79.735	81.681
4 estrellas	250.353	403.419	546.720	598.135
3 estrellas	380.029	406.703	423.505	417.412

Fuente: INE. Database.

Cuadro 3

Visitantes extranjeros según motivo del viaje

Año 2013	Total	Porcentaje vertical
Total	60.661.073	100%
Ocio, vacaciones	52.552.021	87%
Trabajo y negocios, ferias, congresos	4.068.479	7%
Estudios	858.280	1%
Personal (familiares, salud, compras)	2.306.891	4%
Otros motivos	875.401	1%

Fuente: Encuesta Frontur, IET.

nuestra red de infraestructuras, la red de alojamientos para todos los gustos y bolsillos, el clima, la seguridad y la creación de productos turísticos nos han permitido destacar frente a otros competidores. Me siento con

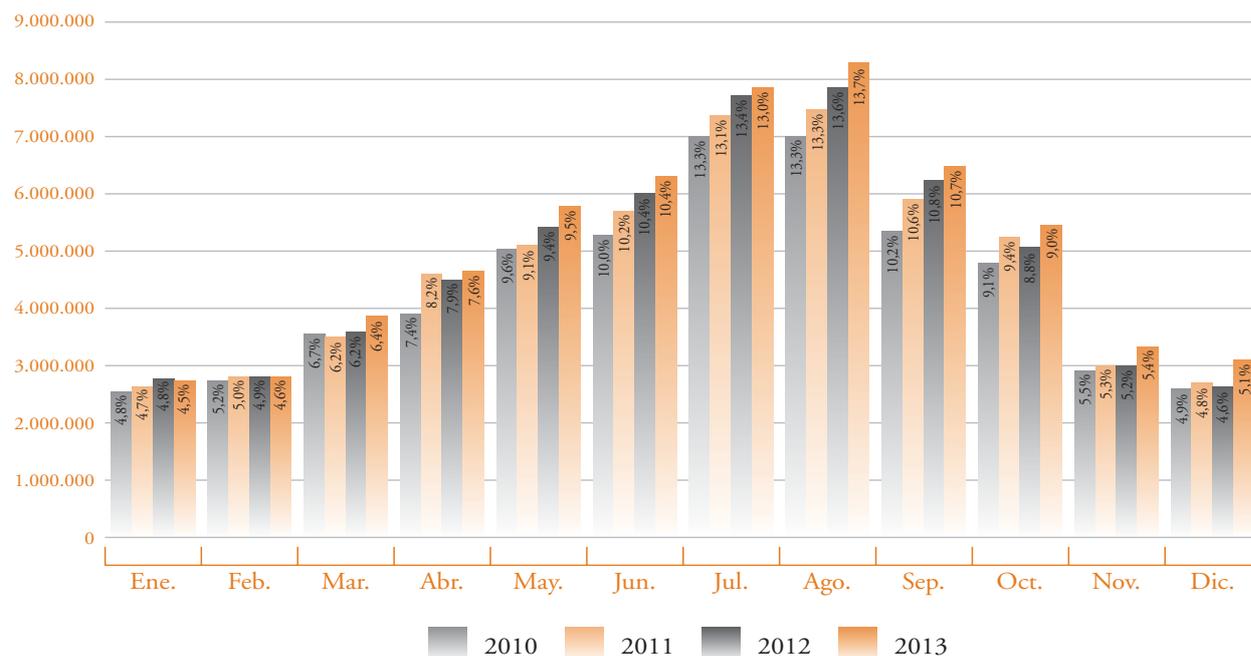
confianza al afirmar que los sucesos del Este del Mediterráneo y los desórdenes públicos en esos países no han sido como muchos creen lo que ha provocado esa gran llegada de extranjeros, ya que España ha crecido en mercados que nunca han mostrado preferencias por los destinos del Mediterráneo.

Si analizamos con más profundidad las posibles estrategias para seguir creciendo, salta a la vista que uno de los mayores problemas del turismo español es la estacionalidad. En España se produce una enorme concentración de viajes antes del mes de mayo y octubre (un 83%), dejando un 17% restante para el periodo de noviembre a abril; por lo tanto, se hace necesario el buscar alternativas turísticas para esos meses, ya que la infraocupación de las estructuras y la precariedad laboral dañan irremediabilmente a los destinos turísticos y a la amortización de las inversiones.

Respecto a los mercados emisores principales, hay que destacar que Reino Unido, Alemania y Francia suponen un 60% del total del turista extranjero.

Gráfico 2

Entrada de turistas internacionales



Fuente: Elaboración propia sobre datos Frontur, IET.

Cuadro 4**Procedencia de turistas extranjeros**

2013	Total	Porcentaje vertical	Porcentaje de variación
Reino Unido	14.327.277	23,60%	5,2%
Alemania	9.854.760	16,20%	5,8%
Francia	9.525.432	15,70%	6,9%
Italia	3.251.019	5,40%	-8,1%
Países Bajos	2.617.460	4,30%	2,2%
Resto de Europa	2.362.761	3,90%	7,7%
Resto del mundo	1.949.111	3,20%	12%
Bélgica	1.873.221	3,10%	10,1%
Suecia	1.715.477	2,80%	21,9%
Portugal	1.670.545	2,80%	-8,5%
Rusia	1.581.785	2,60%	31,6%
Noruega	1.517.668	2,50%	21,4%
Suiza	1.487.256	2,50%	3%
Irlanda	1.270.038	2,10%	6,8%
EE.UU.	1.194.948	2,00%	-3,6%
Dinamarca	984.707	1,60%	6%
Finlandia	656.897	1,10%	12,9%
Austria	568.311	0,90%	0,8%
Otros de América	401.236	0,70%	5,1%
Brasil	394.366	0,70%	-3,9%
Japón	374.175	0,60%	4,6%
Argentina	363.630	0,60%	4,5%
México	265.863	0,40%	-1,3%
Canadá	245.816	0,40%	-5,8%
Venezuela	149.711	0,20%	-13,5%
Chile	57.604	0,10%	41,8%

Fuente: Elaboración propia sobre datos Frontur, IET.

Venimos afirmando desde hace años que estos turistas podrían dejar de ser considerados extranjeros para considerarlos domésticos. El gran número de vuelos internos dentro de la UE, la ausencia de cambio de moneda en Alemania y Francia y la sensación de *sentirse en casa* de estos turistas hace que la fidelización sea la nota dominante que los caracteriza. España tiene el mayor índice mundial de repetición de turistas extranjeros, destacando el dato que siete de cada diez turistas han venido a España al menos diez veces. Ello implica que, para seguir siendo atractivos, debemos modificar los servicios ofertados y aportar novedades, porque si no, es posible que se produzca un cansancio por ver siempre lo mismo, y factores como el clima dejan de ser prioritarios a la hora de elegir las vacaciones.

Otro índice del éxito del turismo español en 2013 viene dado por el importante gasto del turismo extranjero este año, con crecidas muy significativas en el total del gasto y en el gasto individual de cada turista. España sigue siendo considerado el destino número uno del mundo en relación calidad/precio, sin duda debido a la importante contención de precios por parte de las empresas turísticas, lo que lógicamente daña su rentabilidad. Aunque en 2013 las empresas han cambiado la tendencia negativa del índice de rentabilidad, es necesario destacar que el aumento de costes energéticos y fiscales no ha podido ser cubierto con el incremento de facturación. Los costes laborales se han mantenido respecto a otros años y el sector en su conjunto.

Sin embargo, frente a la cara de los espectaculares datos del turismo extranjero, la cruz de este año 2013 han sido los desalentadores datos del turismo doméstico, que empezó con una preocupante caída frente a los malos datos de 2012 que se ha ido suavizando a lo largo del año. Estos datos, si los analizamos en el conjunto de las pernoctaciones totales de España, no parecen tan negativos, pero si profundizamos en ellos, nos damos cuenta que afectan a determinadas regiones de una forma dramática. Castilla-La Mancha, Castilla y León, La Rioja, Galicia, Asturias, Navarra, Cantabria, Extremadura, muchas provincias andaluzas y algunas incluso del litoral mediterráneo han tenido un mal año turístico. Hay que darse cuenta que en todas estas regiones o provincias no llega el maná del flujo del turismo extranjero, en muchos casos por la ausencia de conectividad aérea o porque

sus recursos turísticos no consiguen transformarlos en productos turísticos, estrategia clave para captar turistas de fuera de nuestras fronteras. Asimismo, las importantes caídas en inversión como promoción turística tanto pública como privada han provocado una ausencia de posicionamiento en los mercados emisores incluyendo el propio español, lo que se ha traducido en una caída en la cuota de mercado y la consiguiente guerra de precios para captar la débil demanda.

Todos entendemos que en una situación de crisis económica y de restricción del gasto de las familias, es muy difícil que aumente o se mantenga el gasto de los españoles en turismo. Sin embargo, si a eso le sumamos una falta de imaginación en muchas empresas y administraciones públicas para poner en valor los atractivos de una zona o destino, y el permanente aluvión de mensajes en los medios de comunicación en recortes y en la situación de miles de familias que están pasando grandes dificultades económicas, ello ha provocado que los millones de ocupados a pesar de no haber visto disminuida su renta de forma significativa, han optado por el ahorro y la disminución del consumo.

Durante este año 2013, asimismo, las empresas españolas han seguido con su recorte significativo de gastos, por la necesidad de mantener unas cuentas de explotación equilibradas. Eso se ha traducido en la organización de un menor número de eventos, seminarios, congresos, una participación menor en ferias y una disminución de viajes de sus empleados. La mejora del transporte por ferrocarril también ha provocado una disminución del número de pernoctaciones de viajes profesionales, ya que hoy es sencillo trasladarse de una ciudad a otra y volver a la de origen en el mismo día, lo que facilita el no tener que pernoctar en un hotel. Este consumo de productos turísticos por parte de las empresas es vital para muchas ciudades y zonas de España, pues los hoteles han sido orientados hacia este segmento de mercado que hace años era el más rentable, ya que entre semana se producen muy pocas pernoctaciones de ocio en zonas rurales y ciudades secundarias. Nada parece indicar que en el próximo año 2014 se produzca un aumento significativo del consumo de viajes profesionales, por lo que seguirán muchas ciudades y zonas rurales sufriendo la caída de la demanda, y como anteriormente señalamos, una

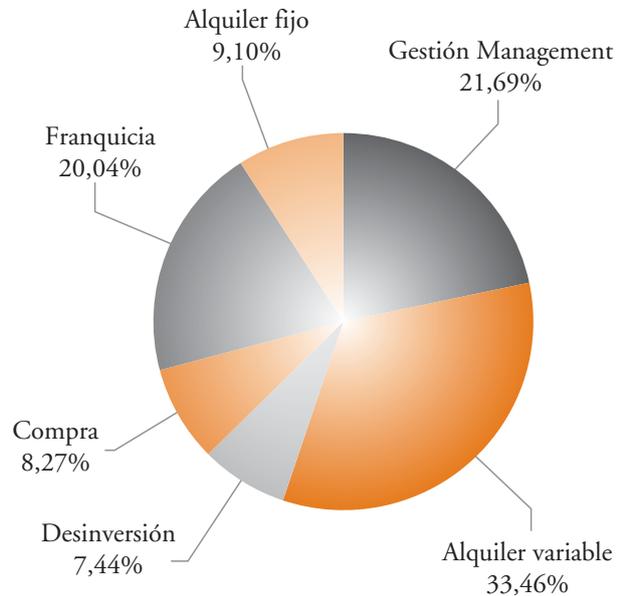
sobreoferta que provoca una guerra de precios y unas tarifas medias por debajo de las que había hace incluso diez años. Este segmento de mercado es el que más ha sufrido esta crisis, y el que se siente más molesto cuando se hacen públicos los datos de llegadas de turistas extranjeros y se extrapolan a todo el sector en su conjunto, ya que se producen grandes divergencias en cuanto a rentabilidad y sostenibilidad.

Es importante destacar, en cuanto a la empresa hotelera, que en estos dos últimos años se ha producido una tendencia que auguramos se va a seguir produciendo en los años venideros. Está relacionada con la forma de gestionar el activo inmobiliario. Tradicionalmente, en España los hoteles pertenecían a empresarios individuales, no a una cadena (un 70% en 2007), y los propietarios del inmueble eran los gestores del mismo. Sin embargo, en el año 2013, un 40% de los hoteles ya son gestionados por una cadena hotelera, y sigue disminuyendo la proporción de hoteles en los que el dueño del mismo es quien lo gestiona. Las cadenas hoteleras están proponiendo modelos de arrendamiento, franquicia y contratos de gestión para impulsar su crecimiento, lo que les lleva a un importante ahorro de inversión inicial y a una mejora de sus márgenes. La crisis ha calado de forma muy profunda en el sector inmobiliario (del ladrillo, como popularmente se le llama en España) y se está produciendo una desinversión acelerada de activos hoteleros, y en muchos casos la adquisición de los mismos se está produciendo por ejecuciones bancarias a precios muy inferiores del coste de inversión. Hay que destacar que muchos de estos hoteles se construyeron pensando en la plusvalía inmobiliaria que se planificó erróneamente que siempre vendría aparejada con cualquier inversión en terrenos o construcciones. Pero los activos hoteleros no se valoran según el coste de inversión, sino por lo que son capaces de generar en ingresos, por lo que muchos de ellos pasaron a ser deficitarios desde su apertura y han significado una fuerte losa en la cuenta de explotación de esas empresas.

No nos deja de preocupar a muchas personas que pertenecemos al sector turístico la sostenibilidad de nuestra industria. En reiteradas ocasiones manifestamos nuestro deseo de que exista una mayor concienciación en la clase política, de que el éxito que se viene obteniendo a lo largo de los años es debido al esfuerzo y trabajo

Gráfico 3

Modelos de gestión, 2012



Fuente: Informe Magma Turismo TRI 2013.

de miles de personas, no a un maná que llega caído del cielo y del que disfrutamos. No podemos olvidar que nuestros competidores se multiplican y mejoran a marchas forzadas. Incluso muchos de ellos vienen a aprender a nuestro país, ver nuestras fortalezas para replicarlas y no cometer los mismos errores en los que nosotros caímos. En muchas ocasiones estos países tienen una legislación más permisiva, menores costes sociales y fiscales, mayores apoyos públicos y una población local deseosa de aumentar su nivel de renta. Estos países toman medidas para favorecer la inversión extranjera, disminuyen sus tasas aeroportuarias, facilitan los visados a extranjeros, eliminan cargas burocráticas y un sinnúmero de medidas para atraer a los turistas. Además, hacen enormes esfuerzos en promoción y comercialización, y van a solicitar apoyo a los grandes grupos de intermediación con grandes comisiones. Estos Tour Operadores y las grandes agencias internacionales ven el suculento negocio que les proporcionan y planifican sus vuelos y sus esfuerzos en lugares mucho más rentables que los destinos tradicionales, convenciendo a la demanda de la bondad de los nuevos destinos, lo que provoca un cierto *olvido* de destinos donde nos se les

facilitan mejores precios o donde se les endurecen las condiciones. No hay más que ver lo que ha pasado a la industria pesada con el efecto de la deslocalización, el turismo puede deslocalizarse fácilmente, por lo que hay que esforzarse día a día poniendo en valor nuestras fortalezas y evitar una disminución en la cuota de mercado que luego cuesta muchísimo recuperar, o que incluso nunca se recupera.

Entre los errores que se cometen en España podríamos señalar el desaforado apetito fiscal con el sector turístico de todas las administraciones como si fuera la gallina de los huevos de oro, pues si bien es cierto que goza de un IVA reducido, no es menos cierto que se ha multiplicado en los últimos diez años, mientras que nuestros competidores lo han reducido y hoy gozan de un IVA menor que el español. Además, dentro de la cuenta de explotación hay que añadir los gastos sociales, las contribuciones de las empresas, el IBI, el IAE, la infinidad de tasas locales y la no deducción de las inversiones para la modernización de las instalaciones. A esto hay que sumar que los mercados están cerrados a la financiación de las empresas, pues se une con demasiada frecuencia el sector turístico al mercado inmobiliario, lo que se traduce en una concepción del riesgo demasiado alto y el consiguiente deterioro de las estructuras por la falta de liquidez para acometer las reformas necesarias y la adaptación con I+D a los nuevos requerimientos de los turistas.

Para terminar, queremos hacer señalar que el sector turístico tiene un nuevo entrante que no deja de ser muy peligroso para el conjunto de la economía: la llegada al mercado de varios millones de viviendas privadas, que gracias a las nuevas plataformas de Internet ponen su oferta con unos precios muy atractivos a disposición de los turistas. Esto que en principio puede parecer

muy positivo, cuando se profundiza descubrimos que es la mayor fuente de economía sumergida de nuestro país y que ocasiona que haya cientos de miles, digo bien, cientos de miles de personas trabajando sin estar dados de alta en la seguridad social y carentes de derechos sociales. Al mismo tiempo, la falta de regulación en su estructura y comercialización está produciendo un alarmante incremento de las estafas, pues lo ofrecido en muchísimos casos no se corresponde con lo real por la falta de un control objetivo, lo contrario que le sucede a la oferta reglada. Para terminar, se está produciendo un importantísimo nivel de insatisfacción de los habitantes en edificios residenciales, ya que el continuo trasiego diario de desconocidos incrementa de forma notable la falta de seguridad. Por ello, el sector solicita que se regule esta actividad como todas las demás del sector, de una manera clara y precisa. No pedimos su prohibición, es un segmento turístico interesante, tiene su público y no se debe despreciar y estamos seguros que, bien regulado, aportará empleo estable e ingresos a nuestro país, tal y como lo hace el resto de la oferta reglada, esto es, hoteles, apartamentos turísticos, balnearios, campings, hostales, albergues, pensiones y un largo etcétera de tipos de establecimientos de hospedaje.

En resumen, el año 2013 los despedimos con un récord histórico de visitantes extranjeros, unas tristes cifras del turismo doméstico y la consolidación de muchos subproductos turísticos. Sin embargo, esto ya está pasado. Abrimos el 2014 y tenemos que seguir luchando día a día, en esta apasionante industria, motor de la economía española, con nuevos retos y competidores y estoy seguro que seguiremos en la senda del crecimiento tal y como hemos venido haciendo en las últimas tres décadas.

INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA EN LA CRISIS. EXPORTACIONES E INVERSIÓN DIRECTA

Juan José Durán Herrera y Fernando Úbeda Mellina

Universidad Autónoma de Madrid

RESUMEN

La internacionalización de la empresa española en el ejercicio de 2013 muestra signos positivos, en comparación con el año precedente, tanto en su vertiente exportadora como inversora en el exterior. Las exportaciones han aumentado tanto en volumen como en número de empresas exportadoras, pero las que se califican de exportadoras regulares (venden en el exterior de forma continuada) se ha mantenido relativamente estable. España sigue mostrando que un importante número de empresas puede utilizar la exportación como opción coyuntural ante una situación de contracción de la actividad económica doméstica, pero carecen de dimensión y capacidad innovadora (comercial y tecnológica) para competir en mercados exteriores. Durante el periodo de crisis se ha producido un considerable descenso de los flujos de inversión directa recibida y emitida, registrándose datos positivos en 2013. En conjunto, las empresas exportadoras y multinacionales españolas tienen un carácter birregional, europeo y americano. Se aprecia, como elemento positivo, que en los últimos años se han ganado en amplitud internacional: se ha logrado un mayor nivel relativo de diversificación geográfica.

PALABRAS CLAVE

Internacionalización, Exportaciones, Inversión directa, Multinacionales.

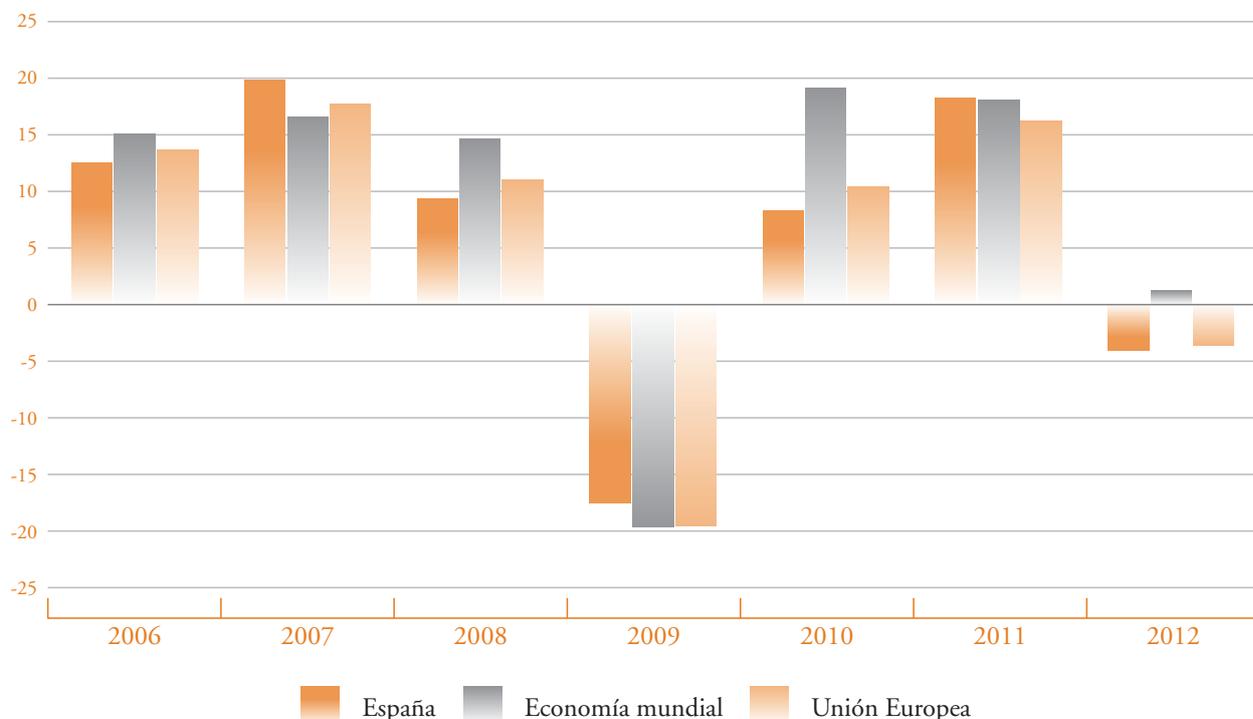
1. Introducción

La internacionalización de la empresa viene condicionada por la búsqueda de mercados, para vender sus productos; por la obtención de recursos (naturales, conocimiento...), para el desarrollo de su actividad, y por la generación de ganancias de eficiencia, para hacer las cosas mejor, en términos de costes, calidad y precios. Esto se puede lograr a través del comercio (exportaciones e importaciones), de la inversión directa en el exterior (con filiales de producción y comercio, convirtiéndose en empresa multinacional) y de alianzas y cooperación (franquicias, licencias, subcontratación...). Qué duda cabe que una empresa puede simultáneamente desarrollar las tres alternativas mencionadas. Sin embargo, son las exportaciones y la inversión directa en el exterior las que terminan englobando a las otras opciones y, en términos generales, ambas están en gran medida íntimamente ligadas entre sí en la internacionalización del comercio y de la producción.

En este trabajo nos ocuparemos de las exportaciones y de la inversión directa extranjera (IDE), tanto recibida como emitida, por la economía española, referidas al periodo de crisis, como vía para poder contextualizar y apreciar mejor lo ocurrido con estas magnitudes en el ejercicio de 2013. Así, entre otras cosas, contrasta que si se utiliza el año 2012 como referencia obtendríamos unas tasas de variación condicionadas por los malos resultados alcanzados en ese ejercicio. Al mostrar un horizonte previo más amplio entendemos que se puede tener una mejor imagen de la realidad observada e incluso poder plantear alguna perspectiva de futuro.

2. Exportaciones

En el gráfico 1 se ofrece el crecimiento exportador tanto a nivel mundial como europeo y español durante el periodo 2006-2012, destaca la mayor tasa de crecimiento registrada por las exportaciones españolas en 2007 y 2011 así como también el mayor descenso

Gráfico 1**Crecimiento de las exportaciones**

Fuente: Banco Mundial. World Development Indicators.

sufrido en 2012. En el año 2009 las tres zonas sufrieron un fuerte retroceso de las exportaciones.

Los datos provisionales de 2013 (enero-octubre) indican un crecimiento del 6,8% con respecto al año anterior y una fuerte concentración geográfica, el 70% tiene como destino Europa; 58% a la UE, donde Alemania representa el 12,2% y Francia el 7,4%. Las exportaciones a Estados Unidos se consolidan con un peso relativo del 6,6%. Asia adquiere un protagonismo creciente, representando el 12,9% del total. También destacan las exportaciones a África (especialmente a Sudáfrica). Desde el punto de vista de bienes exportados han mostrado un gran dinamismo los sectores: confección y textil, industria farmacéutica, industria alimentaria y bienes de equipo. Veamos algunas consideraciones en relación con la empresa exportadora española.

Según datos del ICEX, durante el periodo 2008-2012 el número de empresas exportadoras se ha incrementado en un 35%, pasando de 101.395 a 136.973 empre-

sas. En 2013 (enero-septiembre) el número de empresas ha crecido un 10,3% con respecto al año anterior. Si bien este es un dato positivo es mucho más relevante el referido al número de exportadores regulares (1). El informe del ICEX indica que el número de exportadores regulares entre el 2008 y el 2012 no solo no ha crecido sino que se ha reducido moderadamente, se ha pasado de un colectivo de 39.641 a 38.341 empresas. Dicho colectivo explicó durante 2012 el 91,2% del volumen total de exportaciones.

En términos generales una empresa que inicia su actividad exportadora ha de asumir unos costes hundidos, que en cierta medida actúan como elemento de autoselección. Adicionalmente hay que tener en cuenta que la evidencia empírica disponible para la empresa exportadora española nos enseña que el tamaño, la edad (2), el coste laboral, la productividad (3) y el esfuerzo tecnológico son factores esenciales en la decisión de exportar (Barrios y cols., 2003; Cassiman y Golovko, 2011; Hanley y Monreal, 2012; Fariñas y

Martín-Marcos, 2010). El análisis de estos factores nos ayudarán a entender el comportamiento exportador de la empresa española.

Durante la fase de crecimiento de la economía española se produjo una pérdida significativa de productividad en prácticamente todos los sectores. Sin embargo, en la etapa de recesión se ha observado un crecimiento de la productividad empresarial. El comportamiento de la productividad en la economía española es contracíclico. Sobre las causas subyacentes a este comportamiento (Mora-Sanguinetti y Fuentes, 2012) destacan la influencia de un mercado laboral dual: España tiene un nivel anormalmente elevado de contratos eventuales, fundamentalmente en sectores de baja productividad. Ante una reducción de la actividad, este tipo de contratos son los más vulnerables al despido; el fuerte crecimiento del desempleo ha propiciado una mejora de la productividad. Finalmente, son relevantes dos hechos: el tejido empresarial se caracteriza por un excesivo peso de las empresas pequeñas y medianas (pymes) (Núñez, 2004), y estas realizan un insuficiente esfuerzo tecnológico, lo que es una restricción para la mejora de su productividad.

La mejora de la productividad ha ido acompañada de una reducción de los costes laborales unitarios (4). Sin embargo, los índices de competitividad exterior elaborados por el Banco de España indican que la economía española ha perdido competitividad durante los años de la crisis. Desde 2011 el tipo de cambio real frente a los países de la OCDE está estancado, lo que significa que la apreciación del tipo de cambio ha absorbido los efectos de las bajadas de salarios y destrucción de empleo para mejorar la productividad y los márgenes empresariales. El índice de competitividad elaborado por el Banco de España indica que durante 2013 se han alcanzado niveles similares a los de 2007.

Una de las principales limitaciones de estos índices radica en la imposibilidad de recoger la heterogeneidad de las empresas. El exceso de empresas de menor tamaño relativo en el tejido empresarial ha provocado lo que se conoce como la paradoja española. Son las empresas de mayor tamaño las que realmente han logrado una mejora sostenida de la productividad —de costes

laborales unitarios— y por tanto demuestran un mejor comportamiento exportador (Crespo y cols., 2011).

El tamaño condiciona la productividad de la empresa, entre otras razones por las limitaciones que impone a la inversión en I+D y el desarrollo de una actividad innovadora que le permita competir en los mercados internacionales y generar capacidad de absorción. Concretamente López-García y cols. (2007) verifican que las grandes empresas españolas son decisivas en la mejora de la productividad. La polarización empresarial es más acusada en el caso español, ya que si bien la microempresa europea es un 20% menos productiva que la gran empresa, las microempresas españolas son menos productivas que las europeas en todos los sectores de actividad (Mora-Sanguinetti y Fuentes, 2012).

La señalada dualidad empresarial nos permite explicar la fuerte concentración empresarial existente en la actividad exportadora. Así, en el ejercicio de 2012 un grupo compuesto por 507 compañías representaron el 57,0% del total de volumen de exportaciones. Este porcentaje se amplía al 81,8% si tomamos las 4.299 empresas exportadoras de más tamaño. Esta situación tiene su reflejo en una considerable concentración. En 2010, diez sectores representaban el 35,6% de las exportaciones, mientras que según los datos de 2013 explicaban el 42,6% del total exportado. Estos sectores tienen dos elementos en común: la existencia de grandes empresas y una fuerte presencia de filiales españolas de empresas multinacionales extranjeras (cuadro 1).

La estabilidad del número de exportadores regulares contrasta con el alto número de empresas que cada año inician su actividad exportadora, concretamente durante el ejercicio de 2012 un total de 69.941 empresas iniciaron su actividad exportadora, lo que representa el 51,1% de la población y el 2,3% del volumen total de exportaciones. Sin embargo, 56.102 empresas interrumpieron la actividad exportadora, lo que representa el 41% de la población y el 1,6% del volumen de exportaciones. Estos datos revelan que, como en crisis anteriores, un importante número de empresas puede utilizar la exportación como opción coyuntural ante una situación de contracción de la actividad económica doméstica

Cuadro 1**Principales sectores exportadores de la economía española**

		Enero-octubre 2013 (% total)
1	Automóviles	6,7
2	Combustibles y lubricantes	6,1
3	Equipos y componentes del automóvil	5,8
4	No determinados	5,1
5	Farmaquímica	5,0
6	Productos siderúrgicos	3,6
7	Materias primas y semimanufacturas de plástico	3,2
8	Química orgánica	2,7
9	Materiales metálicos y no metálicos (excepto cobre y cinc)	2,3
10	Material eléctrico y media tensión	2,0
Subtotal		42,6

Fuente: Análisis del Comercio Exterior. ICEX.

3. Inversión directa extranjera

Cuando una empresa realiza una inversión directa en el exterior (IDE) lo hace para desarrollar actividades empresariales, generadoras de valor, durante un horizonte de largo plazo. La viabilidad de un proyecto de esta naturaleza está condicionada por la competitividad de la empresa, desplegada en el entorno (contexto) económico e institucional del país de localización de dicha inversión. Este contexto puede manifestarse de una manera diferenciada en función del sector de actividad de la empresa y determinar el momento de realización de la inversión. Una situación de crisis puede condicionar no solo el cuándo de la IDE sino también su dimensión geográfica, ello incidirá en su composición de la cartera de inversiones (filiales), y por tanto en el grado de diversificación geográfica. Dicho proceso genera desinversiones, nuevas localizaciones y transformación de la relevancia de determinadas áreas. En este contexto y de manera agregada, la inversión directa en el exterior puede considerarse de la actividad internacional de la empresa multinacional (EM).

Los flujos de IDE a nivel global alcanzaron un punto máximo en 2007, representando un 4% del PIB mundial, con una posterior caída en el periodo de crisis hasta situarse en el 2% de la producción internacional. Ahora bien, comparando en términos agregados el periodo 2002-2007 y el que se refiere a los años 2008-2012 nos encontramos con que se ha producido un incremento de un 16% de la IDE mundial. Sin embargo, si consideramos estos datos a nivel de grandes áreas geográficas se aprecia un perfil diferente entre ellas, tanto en lo relativo a la IDE recibida como a la emitida hacia el exterior por sus empresas. Así, en términos de salida de IDE los países desarrollados prácticamente han mantenido el mismo nivel de emisión de IDE en ambos periodos. En cambio han recibido un 11,2% menos de IDE (cuadro 2). Asimismo, hay que destacar que los países más avanzados siguen siendo no solo los principales emisores de IDE sino también los principales receptores de inversión directa, aunque en el periodo 2008-2012 el conjunto de países menos desarrollados registran un nivel de entrada cercano al asignado a los países avanzados. También es relevante

Cuadro 2**Distribución geográfica de la entrada y salida de IDE (2002-2007 y 2008-2012)**

(Miles de millones de US\$)

	Entrada de IDE			Salida de IDE		
	2002-2007	2008-2012	Variación	2002-2007	2008-2012	Variación
Mundial	6.434	7.443	15,7%	6.639	7.729	16,4%
Países menos desarrollados	1.999	3.273	63,7%	929	1.878	102,1%
Economía en transición	251	452	80,4%	131	299	128,1%
Países desarrollados	4.184	3.717	-11,2%	5.578	5.551	-0,5%
España	209	181	-13,4%	405	157	-61,2%

Fuente: UNCTAD.

el aumento de la salida de IDE procedentes de las economías menos desarrolladas.

España durante la crisis no solo ha recibido un 13,4% menos de inversión extranjera en comparación con el periodo previo, sino que la emisión de IDE ha descendido un 61,2%. En los ocho primeros meses de 2013 la inversión directa extranjera en España sumaba 19.400 millones, más del doble de la registrada en el mismo periodo de 2012; año este con un perfil muy negativo de la crisis.

En el trabajo de Vermeulen (2013) se verifica que en la actual crisis se ha producido una reestructuración de las carteras financieras a nivel internacional. Como consecuencia de ello, las inversiones financieras se han destinado hacia localizaciones que presentan una baja o negativa correlación con el país de origen, con ello se logra que la diversificación geográfica del riesgo atenué los posibles efectos negativos de la crisis. Las EM son sensibles a la nueva realidad económica que se está configurando, por tanto, su supervivencia les exige una profunda reestructuración de sus posiciones en el exterior. Dicho proceso lleva necesariamente asociado decisiones de inversión y desinversión.

La concentración del origen de la inversión directa extranjera en España sigue siendo la Unión Europea, seguido de Asia y Oceanía y América Latina. Es decir, América Latina, aun ganando presencia en España, ha

sido desplazada en términos de flujos por los países asiáticos. Sin embargo, se ha observado un incremento cualitativo (también cuantitativo) de la inversión de algunos países latinoamericanos en España, por ejemplo México y Colombia (Banco Popular, Banco Sabadell, Repsol, Campofrío...). Asimismo es de destacar la adquisición por parte de A Crown, líder mundial de envases metálicos, de la empresa murciana Mivisa, líder mundial en la fabricación de tapas abre fácil y tercera europea en la fabricación de latas alimentarias. Mivisa tiene filiales en Holanda, Hungría, Marruecos y Perú y próximamente abrirá en Francia y Ghana. Entendemos que en esta adquisición han sido relevantes los activos intangibles. Otras adquisiciones relevantes han sido de la consultora Everis por la japonesa NTT Data. El grupo chino Sinopec ha adquirido a Repsol su participación en Gas Natural. Hay que significar también la importancia de la inversión realizada por diversos fondos soberanos.

Las cifras de ventas de las EM localizadas en España han caído, entre 2007 y 2011, un 12,4%. Ante dicha reducción de la actividad se han destruido, en estas filiales y en ese mismo periodo, 135.630 empleos, lo que representa el 10,9% del total de puestos de trabajo contabilizados por estas empresas. Los factores que determinan dicha decisión son de muy diversa naturaleza, aunque en buena medida están condicionadas por el rol estratégico de la filial. Así, a nivel de origen de la IDE, se observa que la reducción se ha producido fundamentalmente entre las filiales de empresas de

Cuadro 3

Distribución geográfica de la entrada de IDE y desinversiones (2002-2007 y 2008-2012)

(Millones de euros)

	Entrada neta de IDE		Desinversiones netas de IDE	
	2002-2007	2008-2012	2002-2007	2008-2012
UE-15	36.601	64.549	38.749	24.903
América del Norte	794	695	2.636	1.217
Latinoamérica	1.318	1.825	398	1.2857
Asia y Oceanía	-467	4.832	1.101	254
Todos los países	39.918	74.585	44.521	29.050

Fuente: Datainvox.

Cuadro 4

Principales magnitudes de la entrada y salida de IDE en la economía española

Ventas y beneficios en millones de euros

Entrada de IDE

	2007			2011			Variación		
	Ventas	Empleo	Beneficio	Ventas	Empleo	Beneficio	Ventas	Empleo	Beneficio
UE-15	702.296	1.245.801	39.183	636.699	1.054.603	22.072	-9,3%	-15,3%	-43,7%
América del Norte	84.093	98.933	928	42.467	85.795	420	-49,5%	-13,3%	-54,7%
Latinoamérica	2.295	4.399	-32	2.267	4.612	-193	-1,2%	4,8%	502,9%
Asia y Oceanía	13.917	10.483	525	31.924	21.359	2.113	129,4%	103,7%	302,4%
Todos los países	827.686	1.375.358	42.523	732.810	1.056.810	25.951	-11,5%	-23,2%	-39,0%

Salida de IDE

	2007			2011			Variación		
	Ventas	Empleo	Beneficio	Ventas	Empleo	Beneficio	Ventas	Empleo	Beneficio
UE-15	175.411	316.812	24.786,08	152.085	412.137	18.484	-13,3%	30,1%	-25,4%
América del Norte	20.686	56.788	976,51	35.075	82.353	2.356	69,6%	45,0%	141,3%
Latinoamérica	93.163	515.628	9.654,50	151.091	694.140	17.654	62,2%	34,6%	82,9%
Asia y Oceanía	4.935	26.445	8.264,02	12.580	58.081	827	154,9%	119,6%	-90,0%
Todos los países	319.776	1.040.172,41	47.589	382.326	1.391.114	44.557	19,6%	33,7%	-6,4%

Fuente: Datainvox.

EE.UU. Del mismo modo en el seno de la UE-15 existen importantes diferencias, destacando que la principal caída de empleo se produce en las inversiones provenientes de Países Bajos y Luxemburgo (en parte, su origen real puede ser otro, debido a las *holding* que en estos países tienen diversas multinacionales). La caída de los beneficios ha sido del 40,4%. A pesar de todo ello, las desinversiones están en un nivel inferior a la etapa de crisis.

En el caso de la EM española de mayor tamaño, se ha observado, por ejemplo según datos de la CNMV, ganancias aparentes de diversificación: sus resultados han mejorado o se han mantenido en el periodo de crisis, atenuando o absorbiendo los resultados menores generados en el mercado doméstico.

El proceso de multinacionalización de la empresa española ha sido procíclico, posiblemente por la importante dependencia de estas de su mercado doméstico (Úbeda y Durán, 2013). La emisión de IDE por las empresas españolas en 2007 alcanzó un 8% del PIB, mostrando un mayor dinamismo que el conjunto de países avanzados. En el periodo de crisis el descenso fue equivalente al de países avanzados, aunque en 2012 y la primera mitad de 2013 ha mostrado un mayor retroceso. En conjunto la inversión directa española en el exterior está mayoritariamente localizada en los países avanzados.

La caída de la salida de inversión directa española no ha sido geográficamente homogénea. Así, los flujos destinados a la UE se han reducido en un 85%; en Latinoamérica la disminución ha sido del 42%. Sin embargo, en EE.UU. los flujos solo han caído un 18% y en Asia y Oceanía apreciamos un incremento. Las desinversiones en el periodo de crisis han experimentado un crecimiento del 72% con respecto a la etapa anterior, manifestación clara del proceso de reestructuración geográfica de la empresa multinacional española. Las ventajas de localización valoradas por la EM española han sido analizadas con datos macroeconómicos por Úbeda y Durán (2013), así como con una muestra de 4,177 filiales de EM en países menos desarrollados y emergentes por Martí y cols. (2014). La búsqueda de mercados constituye una de las opciones estratégicas de la empresa multinacional, prevaleciendo el tamaño del mercado del país de destino y de países próximos frente al crecimiento económico. La proximidad institucional y la estabilidad económica se revelan como factores relevantes en la elección del destino de los flujos de IDE. Asimismo, se confirma la búsqueda de eficiencia, ya que las decisiones de inversión en las economías menos desarrolladas están negativamente correlacionadas con los costes laborales (5). Finalmente, Martí y cols. (2014) identifican importantes diferencias a nivel sectorial con respecto a las ventajas de localización ofrecidas por las economías emergentes y menos desarrolladas.

Cuadro 5

Distribución geográfica de las inversiones y desinversiones netas en el exterior (2002-2007 y 2008-2012)

(Miles de euros)

	Salida neta de IDE		Desinversiones netas de IDE	
	2002-2007	2008-2012	2002-2007	2008-2012
UE-15	150.142.630,47	16.346.657,21	30.060.672,93	50.488.846,77
América del Norte	21.637.530,29	17.666.944,12	2.329.729,39	4.114.336,67
Latinoamérica	24.413.113,04	13.920.163,35	10.232.851,42	17.461.676,78
Asia y Oceanía	3.261.100,24	3.696.555,23	637.572,51	2.163.011,68
Todos los países	223.214.348,88	60.064.357,78	49.987.013,13	86.006.920,17

Fuente: DatainveX.

Entre 2007 y 2011 las ventas en el exterior de las multinacionales españolas han crecido en torno al 20%, lo que sin duda ha amortiguado la caída de la actividad doméstica. El empleo exterior de las multinacionales españolas registra cerca de 1,4 millones de puestos de trabajo. A fecha de 2013 se han creado más de 350.000 empleos en el exterior, lo que en términos relativos constituye un crecimiento del 37%. Los beneficios descendieron en 2008 algo más del 60%, en cambio en 2013 se ha recuperado el nivel mostrado en 2007.

El análisis de los datos a nivel agregado revela interesantes diferencias. Así se aprecia que en la UE-15 las ventas y el beneficio se han reducido en un 13,3% y un 25,4%. Sin embargo, en Latinoamérica y América del Norte han experimentado un fuerte crecimiento, mostrando la existencia de una opción de cobertura implícita en estas áreas geográficas. A pesar de la caída de los resultados en la UE, podemos apreciar que el nivel de empleo ha crecido un 30%, lo que puede ser debido a la relevancia estratégica de la UE para la empresa española, que justifica que a pesar de la reducción del nivel de actividad económica se mantenga el esfuerzo inversor.

Aunque la EM española es fundamentalmente birregional: europea y americana. Puede decirse que todavía la práctica totalidad de la IDE española se encuentra localizada en estos dos continentes, su presencia en Asia y África viene creciendo en los últimos años. El dinamismo de las economías emergentes, la mayor seguridad jurídica de muchos países menos desarrollados y las fuertes inversiones en infraestructuras realizadas y proyectadas son factores explicativos de la mayor amplitud geográfica de la multinacional española.

5. Reflexiones finales

El tejido empresarial exportador español sigue mostrando importantes debilidades. El número de empresas que exportan de manera continuada viene siendo estable a lo largo del tiempo aunque se ha producido un ligero descenso en el periodo de crisis. Sin embargo, al igual que en otros periodos de debilidad de la demanda interna, el número de exportadores aumenta, pero de manera coyuntural. Cuando se recupera la

economía doméstica parece desaparecer el sector exterior para muchos de estos *nuevos* exportadores. Existen importantes barreras para su consolidación como exportadores: insuficiente tamaño para asumir los costes hundidos, escasa capacidad de innovación (comercial) para mantener los mercados internacionales y baja productividad relativa, en un contexto general en el que se realiza un menor esfuerzo investigador.

La depresión en el precio de los activos en general (financieros, inmobiliarios, empresas), la caída en los salarios, como respuesta a la alta tasa de paro y mayor flexibilidad de ajuste para los empresarios, en un contexto de tipos de interés históricamente reducidos en el conjunto internacional, son factores favorables a la entrada de inversión extranjera, incluida la inversión directa. Adicionalmente habría que añadir la existencia en España de mano de obra cualificada y relativamente más barata que en etapas pretéritas. Ahora bien, aunque los factores de localización de inversión directa extranjera han mejorado para España, hay que señalar que también ha descendido su posición relativa en la lista de *Doing Business* del Banco Mundial. Esta situación la entendemos como un indicador de la necesidad de abordar cambios institucionales que reduzcan el desacoplamiento que se puede estar produciendo entre competitividad empresarial e instituciones. Cabe esperar que en 2014, con un entorno internacional más favorable, mejore el comportamiento de los flujos internacionales de IDE.

La empresa multinacional española es un activo estratégico de gran valor para la economía española. La posición neta de inversión exterior es favorable para la economía española: el stock de inversión directa española en el exterior es superior al correspondiente extranjero en España. Esta misma situación se produce para el conjunto de economías avanzadas. Teniendo en cuenta las cadenas de valor internacionales, la relevancia del comercio intraempresa e intraindustrial se puede asumir que este tipo de empresas serán cruciales en la salida de la crisis y en la expansión económica internacional. La condición necesaria, aunque no suficiente, para que la economía real internacionalizada crezca es la superación de la crisis financiera internacional, que habrá de ir acompañada de cambios institucionales y de gobernanza relevantes.

NOTAS

- (1) Se define como exportador regular como aquella empresa que exporta durante al menos cuatro años de manera consecutiva.
- (2) Barrios y cols. (2003) verifican la existencia de una relación no lineal en forma no invertida, entre la edad y la decisión de exportar. Esta relación se asocia con el inicio del proceso de internacionalización de la empresa.
- (3) En Greenaway y Kneller (2007) se ofrece una interesante revisión de la evidencia.
- (4) De acuerdo a la OCDE, los costes laborales unitarios se redujeron en 2010 un 1,6%, en 2011 un 1,5% y en 2012 un 3,2%. Sin embargo, en la UE en 2010 solo se redujeron un 0,4%, mientras que en 2011 y 2012 crecieron respectivamente un 0,6 y un 1,7%.
- (5) En el trabajo de Úbeda y Durán (2013) la mayor heterogeneidad de los destinos geográficos provocó que la variable costes laborales no fuese significativa. Sin embargo, Martí y cols. (2014) trabajan con una muestra más reducida y homogénea de países verificando una relación negativa entre destino de la IDE y costes laborales.

BIBLIOGRAFÍA

- Barrios, S.; Görg, H. y Strobl, E. (2003): Explaining Firms' Export Behaviour: R&D, Spillovers and the Destination Market. *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 65(4):475-96.
- Brandt, N. (2004): Business Dynamics in Europe. OECD Science, Technology and Industry. *Working Papers*, 2004/1.
- Caldera, A. (2010): Innovation and exporting: evidence from Spanish manufacturing firms. *Review of World Economics*, 146(4): 657-89.
- Cassiman, B. y Golovko, E. (2011): Innovation and internationalization through exports. *Journal of International Business Studies*, 42:56-75.
- Crespo, A.; Pérez-Quirós, G. y Segura-Cayuela, R. (2011): Indicadores de competitividad: la importancia de la asignación eficiente de los recursos. *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre: 31:39.
- Delgado, M.; Fariñas, J. C. y Ruano, S. (2002): Firm productivity and export markets: a non parametric approach. *Journal of International Economics*, 57:397-422.
- Fariñas, J. C. y Ruano, S. (2004): The dynamics of productivity: a decomposition approach using distribution functions. *Small Business Economics*, 22:237-51.
- Greenaway, D. y Kneller, R. (2007): Firm heterogeneity, exporting and foreign direct investment. *Economic Journal*, 117(517):134-61.
- Hanley, A. y Monreal, J. (2012): Are newly exporting firms more innovative?. Findings from matched Spanish innovators. *Economics Letters*, 116:217-20.
- López-García, P.; Puente, S. y Gómez, A. L. (2007): Firm productivity dynamics in Spain. Documento de Trabajo. Banco de España, 0739.
- Martí, J.; Alguacil, M. y Orts, V. (2013): Where do foreign affiliates of Spanish multinational firms locate in developing and transition economies?, Documento no publicado.
- Mora-Sanguinetti, J. S. y Fuentes, A. (2012): Analysis of productivity performance in Spain before and during the crisis. Exploring the role of institutions. OECD Economics Department Working Papers, 97.
- Núñez, S. (2004): Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas. *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.
- Úbeda, F. y Durán, J. J. (2013): Factores determinantes de la multinacionalización de la economía española y sus efectos en el comercio exterior. *Información Comercial Española*, 870:11-30.



VIVIENDA

Coordinador

Gregorio Izquierdo

Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales

EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

José María Duelo Marcos

Director del Departamento de Economía de SEOPAN. Economista

RESUMEN

El mercado de la vivienda ha experimentado un intenso ajuste en términos de cantidades y de precios. Desde una perspectiva histórica se puede calificar la magnitud del ajuste de inédita. Esa evolución ha favorecido que en la actualidad exista el consenso entre los analistas de la proximidad de un suelo en los niveles iniciación, lo que se traducirá en la estabilización de la actividad a lo largo del ejercicio actual. Sin embargo, se adelantan débiles descensos de los precios en 2014, aunque la localización geográfica del mercado determinará su evolución final. Posteriormente, coincidiendo con la recuperación económica y fundamentalmente con una apreciable creación de empleo cabe esperar que la previa estabilización del mercado desemboque incluso en ligeros avances de la actividad y de los precios.

PALABRAS CLAVE

Mercado de la vivienda, Precios vivienda, Iniciación viviendas, *Stock* de viviendas.

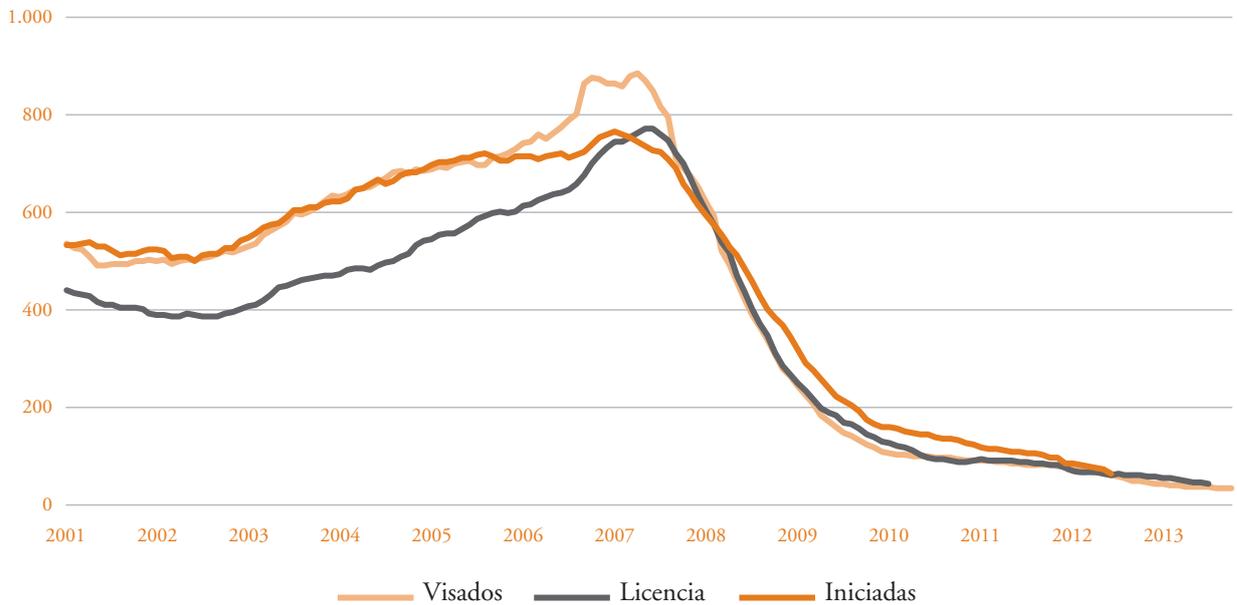
Una primera aproximación a la actividad en edificación permite diferenciar dos mercados, el de la edificación residencial: básicamente contempla la construcción de viviendas y se constituye como el principal mercado; y la edificación no residencial (1). Con referencia a la oferta de edificación cabe observar cómo está limitada tanto por la disponibilidad como por los precios de los distintos factores de producción —suelo, mano de obra, materiales de construcción y condiciones de financiación—. A su vez, se apunta cómo el ritmo de la actividad viene determinado por la presión de la demanda y por la evolución de la rentabilidad esperada del negocio, entendida como la relación entre el precio de venta del producto final y los costes asociados a la construcción y promoción. Por ello, un rasgo destacable de este mercado, a la vista de la rigidez de la oferta de la edificación a corto plazo, es la repercusión de un aumento o descenso de la demanda sobre los precios y sobre sus expectativas, especialmente en los plazos cortos, circunstancia que condiciona notablemente la dinámica de la actividad.

Sobre la evolución de la vivienda a lo largo de los últimos años, cabe observar cómo todos los indica-

dores coinciden en identificar un punto de inflexión en la oferta residencial en el año 2007, mostrando un intenso retroceso en 2008 y 2009, atenuándose a partir de 2010. Según los datos de la Secretaría General de Vivienda, en 2006 se iniciaron 760.000 viviendas, máximo de esta serie, descendiendo en el año siguiente a 616.000, lo que supone romper la tendencia ascendente registrada desde 2001. En 2008 se recorta hasta las 346.000 viviendas y progresivamente se reduce hasta estimarse (2) 53.000 a finales de 2012, un 39% inferior al año precedente. Atendiendo a los datos de visados que publican los Colegios Oficiales de Aparejadores y Arquitectos Técnicos (COAAT), la caída en 2012 fue algo más intensa, aunque una primera estimación para 2013 modera la caída al 22%, hasta situar las viviendas visadas en 33.000, frente a la cifra récord (3) de 912.000 del 2006.

Un ejemplo del ímpetu del proceso inmobiliario en España lo resume el hecho de que a lo largo de 1997 a 2008, cerca del 40% de todas las viviendas construidas en la Unión Europea se ejecutaron en España, aumentando el *stock* en ese periodo en un 50%.

Gráfico 1
Evolución de las viviendas iniciadas, visadas y licencias



Fuente: Ministerio de Fomento. COAAT.

Desde una perspectiva histórica, tras una década de fuerte expansión del mercado de edificación residencial, que elevó la oferta de viviendas hasta niveles muy superiores a la media de los países europeos, se confirma que el retroceso de la demanda de vivienda en España tiene su origen a comienzos de 2006. El ajuste observado, aunque anunciado y esperado, se manifestó con mayor intensidad de lo inicialmente previsto, no solo por la restricción crediticia asociada a la crisis financiera internacional, sino por la importante repercusión que ha tenido en la destrucción de empleo. En concreto, según el registro de afiliados al sector de la construcción a lo largo de la crisis, se han perdido cerca de 1,6 millones de empleos, lo que representa el 54% del empleo total destruido en todos los sectores productivos.

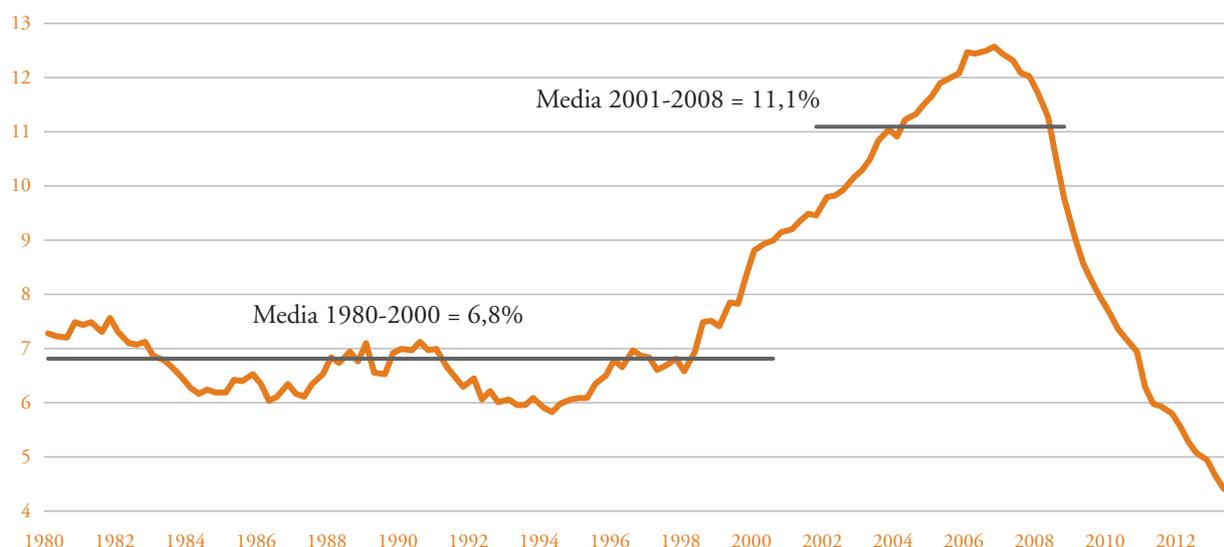
Desde la óptica de la demanda, el análisis de la incidencia de la inversión de vivienda sobre el PIB muestra tres fases claramente diferenciadas. Una primera etapa que comprende los años 1980 a 2000, en la que a su vez se registran dos ciclos en su evolución, de amplitud similar (4), experimentando en ese periodo una incidencia media sobre el PIB del 6,8%. Una segunda

etapa en la que se observa un importante avance de la inversión en vivienda, hasta alcanzar en 2006 un nivel máximo de representación valorado en el 12,5% del PIB. El tercer periodo muestra una progresiva e intensa pérdida de influencia, moderando muy ligeramente su perfil a lo largo de los últimos años, hasta situar la incidencia de la inversión en vivienda en el 4,4% del PIB en 2013, nivel sensiblemente alejado del observado en la década de los ochenta y noventa. Adicionalmente, cabe apuntar que este nivel también se sitúa por debajo del 5,5% que registran como promedio los principales países (5) de la zona euro. Esta situación manifiesta no solo la intensidad del ajuste a lo largo de los últimos años, sino también lo alejado de los niveles históricos incluso comparando con los registros que en el pasado reciente y en la actualidad muestran nuestros socios europeos (6).

Entre los factores determinantes de la evolución más reciente cabe observar la rebaja temporal del IVA hasta el 4%, introducida muy avanzado el verano de 2011, aunque se estima que apenas tuvo incidencia; mientras que por el contrario su posterior elevación, hasta el 10% desde el 1 de enero de 2013, y la elimi-

Gráfico 2**Peso de la FBCF Vivienda en el PIB**

Datos en porcentaje



Fuente: SEOPAN, INE.

nación de la deducción por adquisición de vivienda habitual en las nuevas compras realizadas, ha contribuido a una caída adicional de la demanda sobre todo en el comienzo del ejercicio.

También cabe considerar la intensidad del ajuste observado en el precio de la vivienda, el descenso de la renta disponible de las familias, consecuencia de la nueva caída del empleo, y las dificultades en el acceso a la financiación que un año más contribuyeron a recortar la demanda. En referencia a la evolución de los precios, aunque en 2013 se aprecian señales de moderación en la caída, el consenso de los analistas apuesta por la continuidad del ajuste en los precios. Atendiendo a la estadística del Ministerio de Fomento, se estima un descenso en el último año del 6%, lo que eleva la caída acumulada desde el inicio de la crisis al 30%.

Con respecto a la evolución reciente del *stock* de viviendas pendientes de vender, según las últimas estimaciones bajó un 6,9% en 2012, hasta situarse en 583.453 inmuebles y regresar a los niveles que tenía en 2008. Con ello, el mercado acelera la absorción de

las casas vacías heredadas de la burbuja, algo que los expertos consideran imprescindible para poner fin al ajuste inmobiliario iniciado en 2007. El parque de casas vacías alcanzó máximos en 2009, mostrando una progresiva reducción de moderada intensidad en los años posteriores.

Atendiendo las estimaciones disponibles, se anticipa un nivel de demanda en el medio plazo de 225.000/275.000 viviendas al año. Entre los factores que contribuirán a la recuperación del sector se destacan: la mejora de la accesibilidad de los hogares, a pesar del complicado entorno de las condiciones financieras de acceso al crédito; las normas recientemente aprobadas encaminadas al estímulo del alquiler de viviendas y la recuperación de la demanda extranjera. En cualquier caso, se aprecia una sobreoferta, aunque se estima que el ajuste está prácticamente finalizado en términos de actividad. Sin embargo, persisten factores que mantienen una relativa incertidumbre en el sector, como el proceso de reestructuración del sistema financiero, la incidencia de la SAREB y la reforma de la Ley de Arrendamientos Urbanos.

Gráfico 3
Stock de viviendas sin vender



Fuente: Ministerio de Fomento.

Se estima que la sobreoferta de vivienda nueva ha vuelto a reducirse en 2013 siguiendo la senda de 2012, segundo año en el que se ha registrado un descenso apreciable del *stock*. De hecho, en algunas regiones, como Extremadura, Cantabria, Navarra, País Vasco y Madrid, los volúmenes de viviendas nuevas sin vender se sitúan actualmente en el 1,5% o sensiblemente por debajo del parque residencial (frente alrededor de un 2,3% para el total de España), en línea con lo que sería un nivel óptimo de inventarios (entre el 1% y 1,5% del parque). Esta circunstancia evidencia que el desequilibrio del mercado inmobiliario en estas regiones está muy próximo a su corrección. Asimismo, se observa un claro dinamismo de la demanda de vivienda por parte de extranjeros, que se ha mantenido en 2013 y previsiblemente continúe, según se modere la incertidumbre en los mercados financieros y comience a normalizarse la aversión al riesgo.

Ello debe favorecer que la excesiva oferta de vivienda continúe reduciéndose en los próximos años hasta alcanzar un nivel de *stock* de equilibrio, estimado en un rango entre las 200.000 y 250.000 viviendas nuevas.

Con respecto al precio de la vivienda se contempla un ajuste adicional, aunque también se estima cercano al equilibrio en algunas regiones. Esta apreciación viene reforzada por la comparación con otros episodios recientes en España y en países de nuestro entorno.

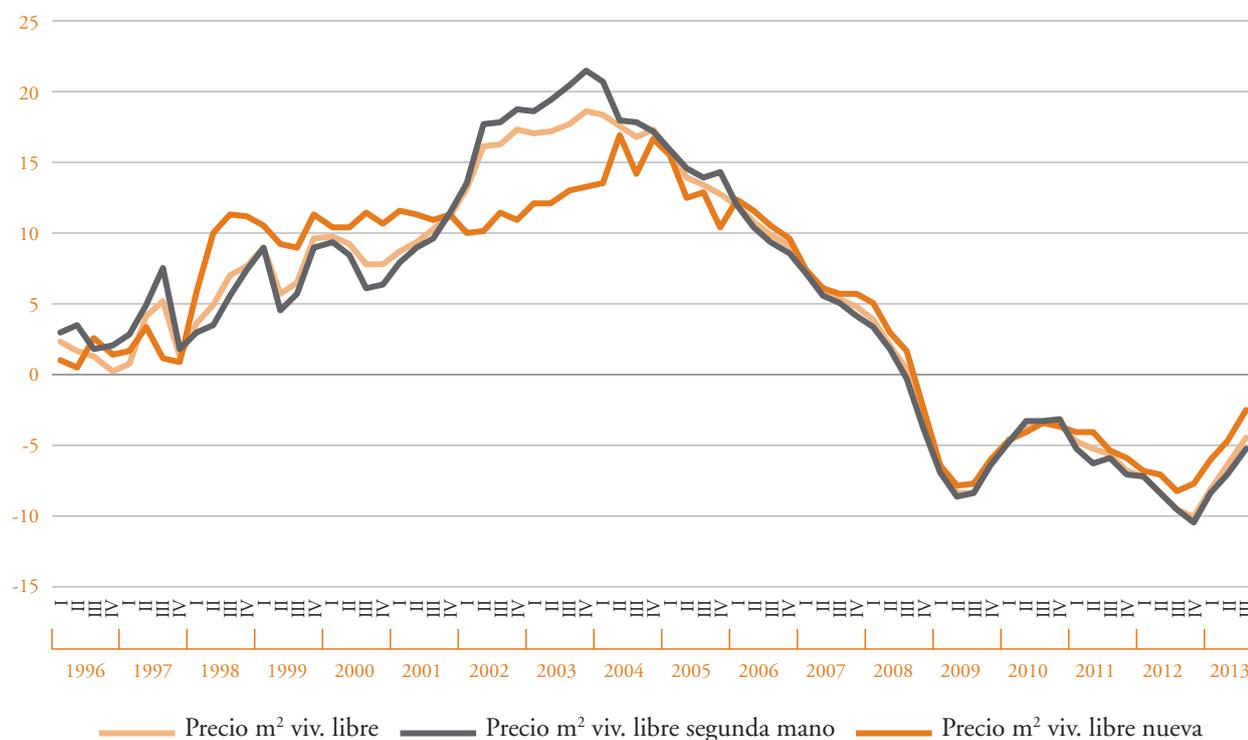
Atendiendo a un reciente estudio (7) sobre las elasticidades de la demanda y oferta en el mercado de la vivienda, se concluye que ante un desequilibrio en el mercado de la vivienda, el proceso de ajuste temporal es más lento en el *stock* de viviendas que en los precios. Concretamente se estima que el periodo de ajuste en el *stock* es cercano a los trece años, mientras que para los precios se sitúa entre los dos o tres años. Sin embargo, también se apunta que la importante caída del nivel de precios observada a lo largo de los últimos ejercicios no ha sido suficiente para estimular el mercado inmobiliario. Entre los diferentes motivos, los autores señalan a la evolución reciente de la población, renta, desempleo y la ausencia de fluidez en el mercado financiero.

Un aspecto determinante para comprender la evolución del mercado de vivienda es la segmentación por su localización, especialmente en el mercado de

Gráfico 4

Precio medio del metro cuadrado de la vivienda

Tasas de variación interanual



Fuente: Ministerio de Fomento.

primera vivienda, en el que la evolución del empleo determina en parte sustancial la demanda. Mientras que en el mercado de segunda vivienda concurren factores adicionales. Aunque en el mercado el análisis regionalizado excede el objetivo del presente artículo es obligado apuntar que el momento cíclico en el que se encuentran las distintas regiones puede diferir sustancialmente unas de otras, con lo que pueden convivir procesos de recuperación de la actividad y de los precios en determinadas zonas cuyo ajuste comenzó antes, con otras en las que el nivel de equilibrio aún está alejado.

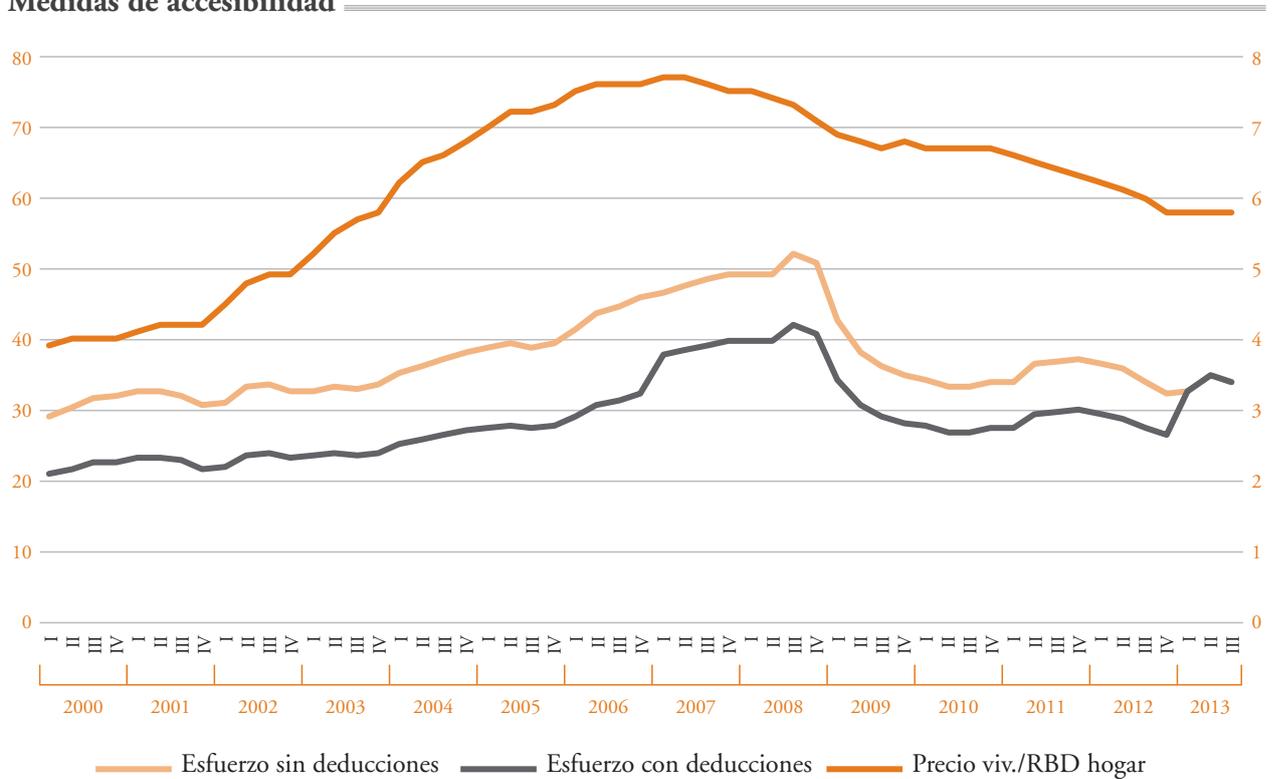
Se considera que en algunas comunidades los precios están próximos a tocar fondo, incluso se apunta que en determinadas zonas los precios muestran signos de estabilización. Sin embargo, en otras ello no ocurre porque todavía se concentra abultados *stocks* de viviendas sin vender. Con respecto al aumento de las

ventas en la costa, la explicación más evidente es la relacionada con la demanda extranjera (8) favorecida por la intensidad del ajuste de precios en el mercado de la segunda residencia.

Entre los factores que se consideran determinantes a la hora de analizar el futuro inmediato de la actividad inmobiliaria, cabe identificar los siguientes:

- El esfuerzo (9) de compra de una vivienda, expresado en número de años de renta disponible, se sitúa en la actualidad en 5,7 años, nivel muy alejado de los 4,5 años que se alcanzó en 2002. Las expectativas sobre la progresión de la renta de las familias no permiten anticipar una rápida recuperación de este indicador, quedando su evolución más próxima ligada a la progresión de los precios.
- Se adelanta una mayor propensión al alquiler (10) y una menor creación de hogares (atribuible

Gráfico 5
Medidas de accesibilidad



Fuente: BdE.

a la natalidad y a la salida de inmigrantes y jóvenes en busca de trabajo).

- La incidencia (11) de la SAREB aún será apreciable en el corto plazo.
- Según se ha comentado el *stock* de viviendas sin vender se reducirá lentamente, estimándose la existencia de un *stock* de 200.000/275.000 viviendas correspondiente a ofertas que no se ajustan a las demandas y que estarán un tiempo prolongado en el mercado sin vender. Por lo que el nivel aun se tiene que reducir en unas 300.000 viviendas, para consolidar una reactivación de la actividad promotora.

Con respecto a las perspectivas para el mercado de la vivienda, cabe señalar que posiblemente la mayor parte del ajuste en términos de actividad y de precios ya se ha producido, sin embargo el consenso adelanta débiles descensos de los precios en 2014. Posterior-

mente, coincidiendo con la recuperación económica y fundamentalmente con una apreciable creación de empleo, cabe esperar que la previa estabilización del mercado desemboque incluso en ligeros avances de la actividad y de los precios.

NOTAS

- (1) Comprende la construcción de inmuebles como naves industriales, oficinas, edificios comerciales, hospitales, instalaciones recreativas y hoteleras, terminales portuarias y aeroportuarias, etcétera.
- (2) La información disponible de vivienda libre alcanza hasta septiembre de 2012 mientras que la vivienda protegida está disponible hasta junio de 2013.
- (3) La evolución de los visados en los ejercicios 2006 y 2007 debe ser analizada con cierta cautela, teniendo en cuenta el *efecto anticipo* provocado por la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación (CTE). Ante el teórico encarecimiento del coste de la construcción, asociado a unos mayores estándares de calidad, el CTE provocó un *efecto*

anticipo que se estimó en algo más de 100.000 viviendas, de las que una tercera parte se visaron en marzo, explicando los picos observados en tal mes y las fuertes caídas posteriores.

- (4) Entre el máximo y el mínimo de ambos ciclos hay aproximadamente un punto de PIB de diferencia.
- (5) Alemania, Francia e Italia.
- (6) Referido a la zona euro: en 2000 representó el 6,5% del PIB, en 2010 el 5,6% y en 2013 el 5,1%.
- (7) Arrazola, M., J. de Hervia, D. Romero y J. F. Sanz (2013).
- (8) Para el conjunto de España se estima que el 17% de los compradores de vivienda son extranjeros. Esta proporción se supera en Murcia (22%), Las Palmas (25%), Baleares (34%), Málaga (36%), Girona (40%), Santa Cruz de Tenerife (43%) y Alicante (53%). Sin embargo, llama la atención que aunque las compraventas de viviendas descendieron en promedio un 2% hasta noviembre, en las provincias enumeradas las transacciones de vivienda aumentaron.
- (9) Es la relación entre el precio de la vivienda y la renta bruta disponible de las familias.
- (10) Los datos de los últimos ejercicios indican que el porcentaje de hogares en posesión de una vivienda se ha reducido del 80,5% en 2005 al 79,2% en 2012; entre la población más joven el descenso ha sido algo más acusado: ha pasado del 58,1% al 47,7%. Sin embargo, este fenómeno se intensifica aún más en el caso de considerar el aumento de hogares entre 2010 y 2012 con vivienda en propiedad, que representó el 56,7% frente al 81,1% entre 2006 y 2008.
- (11) Se estima que la SAREB va a gestionar la venta de unas 89.000 viviendas con un descuento próximo al 55%.

235
2/2013

Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros

La Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros, refundición de la Revista de Estudios Agrosociales y de la revista Agricultura y Sociedad, es una publicación periódica y especializada en temas relativos al medio rural con referencia especial a los sectores agrario, pesquero y forestal, al sistema agroalimentario, a los recursos naturales, al medio ambiente y al desarrollo rural, desde el objeto y método de las ciencias sociales.

ESTUDIOS

R. Clotet Ballús, Y. Colomer Xena, E. Jaraúta Bragulat y F. Mayor Zaragoza

El sistema alimentario global: I-Definición de un espacio.

Elena Poli, Teresa Serra Devesa y José María Gil Roig

Potencial y condicionantes para implementar la biotecnología agrícola como instrumento de desarrollo: cultivo de OGM y pequeños agricultores en el Distrito de Dharmapuri, India.

Almudena Gómez-Ramos, Ignacio González Folgueral, Raúl Guerra Antolín, Dossa Gabin Gbetablé, Soufianou Ki-

bissa Salifou, Bárbara Vinceti, Dolores Agúndez Leal y Néstor Sokpon

Caracterización de la población del norte de Benín en relación al consumo y conservación de especies forestales alimenticias.

M. J. Tabernero de Paz Risueño, D. J. Bartolomé Rodríguez, R. Posado Ferreras, R. Bodas Rodríguez y J. J. García García.

Sistemas de explotación del ganado de lidia en España I: caracterización y tipología de las ganaderías de lidia

R. Posado Ferreras, R. Bodas Rodríguez, M. J. Tabernero de Paz Risueño, D. J. Bartolomé Rodríguez y J. J. García García

Sistemas de explotación del ganado de lidia en España II: perfil sociodemográfico de los ganaderos y perspectivas de futuro.

Director:

Suscripción anual 2013 (3 números)

Edita: *Secretaría General Técnica*
Ministerio de Agricultura,
Alimentación y Medio Ambiente

España 52,88 €
Extranjero 72,60 €
Número suelto 20,19 €

Solicitudes: A través del Centro de Publicaciones del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. Paseo de la Infanta Isabel, 1 • 28071 Madrid. Téf.: (91) 347 55 50 • Fax: (91) 347 57 22 • 28071 • E-mail: mcruzpf@magrama.es Librerías especializadas.

Redacción: Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros. C/ Alfonso XII, n.º 56 - 28071 Madrid (España). Téf.: 91 347 55 48 Fax: 91 347 57 22 • E-mail: smorales@magrama.es

EL SECTOR INMOBILIARIO EN EL CORTO Y MEDIO PLAZO: UNA VISIÓN POSITIVA

Félix Lores (*)

BBVA Research

Ignacio San Martín (*)

BBVA Real Estate

RESUMEN

Tras unos años de intenso ajuste, el sector inmobiliario comienza una etapa de estabilización que pudiera prolongarse hasta finales de 2015. A lo largo de 2014, si la recuperación económica se consolida, se producirá un ligero aumento de la venta de viviendas, lo que contribuirá a la paulatina estabilización de precios. Además, en los próximos dos años el nivel de iniciación de viviendas se mantendrá débil y la llegada de nueva oferta al mercado se reducirá significativamente, lo que contribuirá al descenso del inventario existente. En la medida en que la recuperación económica se asiente, el mercado laboral se estabilice y el sistema financiero se vaya flexibilizando, se producirá la esperada recuperación del sector inmobiliario.

PALABRAS CLAVE

Sector inmobiliario, Demanda de vivienda, Burbuja, Financiación residencial, Política de vivienda.

1. Por primera vez desde los setenta, la economía nacional se recuperará sin el apoyo de la construcción

Para 2014, las previsiones económicas apuntan a una recuperación de la actividad que llevará al PIB a una tasa de crecimiento interanual del entorno del 0,9% y a un ligero aumento del empleo. Sin embargo, la salida de esta crisis parece que va a ser diferente a otras recuperaciones vividas por el sector inmobiliario español: como puede verse en el gráfico 1, el sector inmobiliario se ha anticipado a la recuperación de la economía en la salida de anteriores crisis económicas, incrementándose la iniciación de viviendas incluso antes de la recuperación del PIB. Sin embargo, en la actualidad esta dinámica no parece que vaya a cumplirse y la economía comenzará a recuperarse sin el sólido respaldo del sector de la construcción.

La falta de inversión residencial se debe al elevado inventario de viviendas a la venta que existe en la ac-

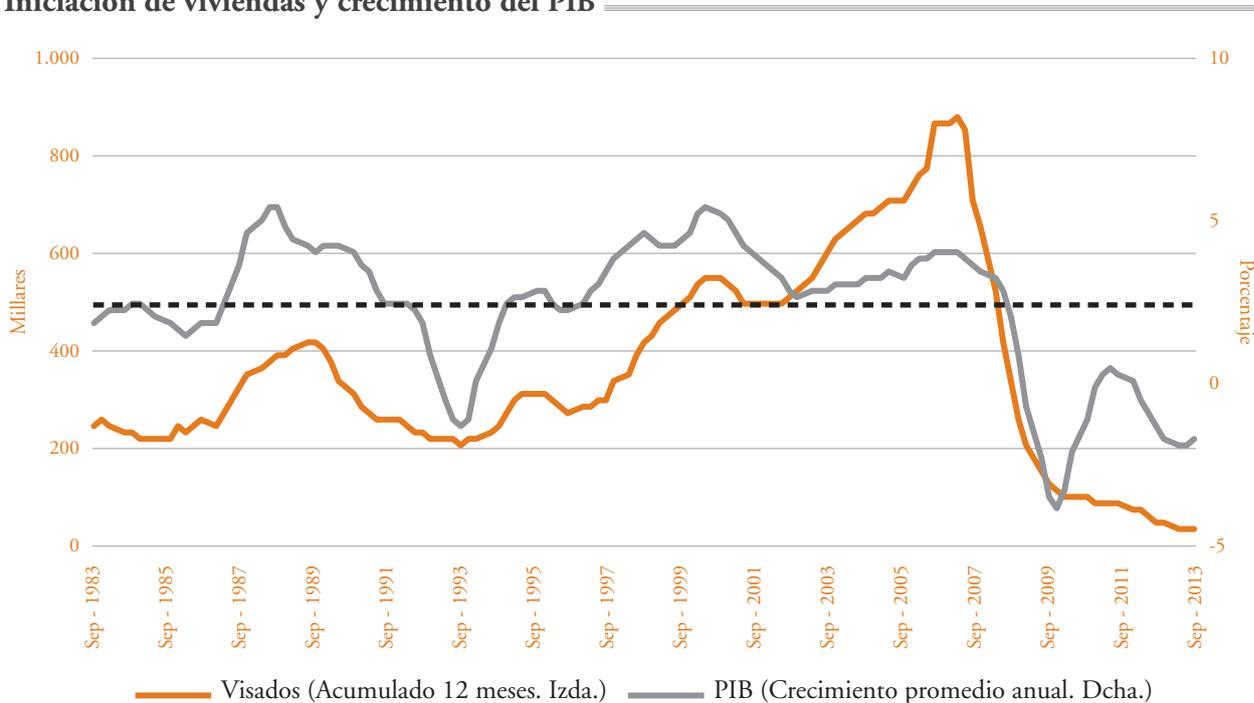
tualidad, que supone una importante rémora para la producción inmobiliaria. De acuerdo con los últimos datos del Ministerio de Fomento, a finales de 2012 había en España un total de casi 585.000 viviendas nuevas en oferta, volumen que se ha reducido hasta situarse en el entorno de las 540.000 viviendas a finales de 2013, lo que supone un porcentaje del 2,1% en relación con el parque total.

2. Diferentes indicadores muestran que España ya no cuenta con un sector de la construcción sobredimensionado...

Buena parte del crecimiento económico en la última etapa de expansión de la economía española se debió al sector inmobiliario. Así, entre 2000 y 2006 la inversión en vivienda fue responsable, de manera directa, de la quinta parte del crecimiento del PIB, proporción que habría que elevar teniendo en cuenta el desarrollo que experimentaron otras actividades productivas relacionadas directa o indirectamente con el sector inmobiliario, poniendo de manifiesto

(*) Se agradece la participación de José Félix Izquierdo en la elaboración de este artículo.

Gráfico 1
Iniciación de viviendas y crecimiento del PIB



Fuente: Ministerio de Fomento, INE y BBVA Research.

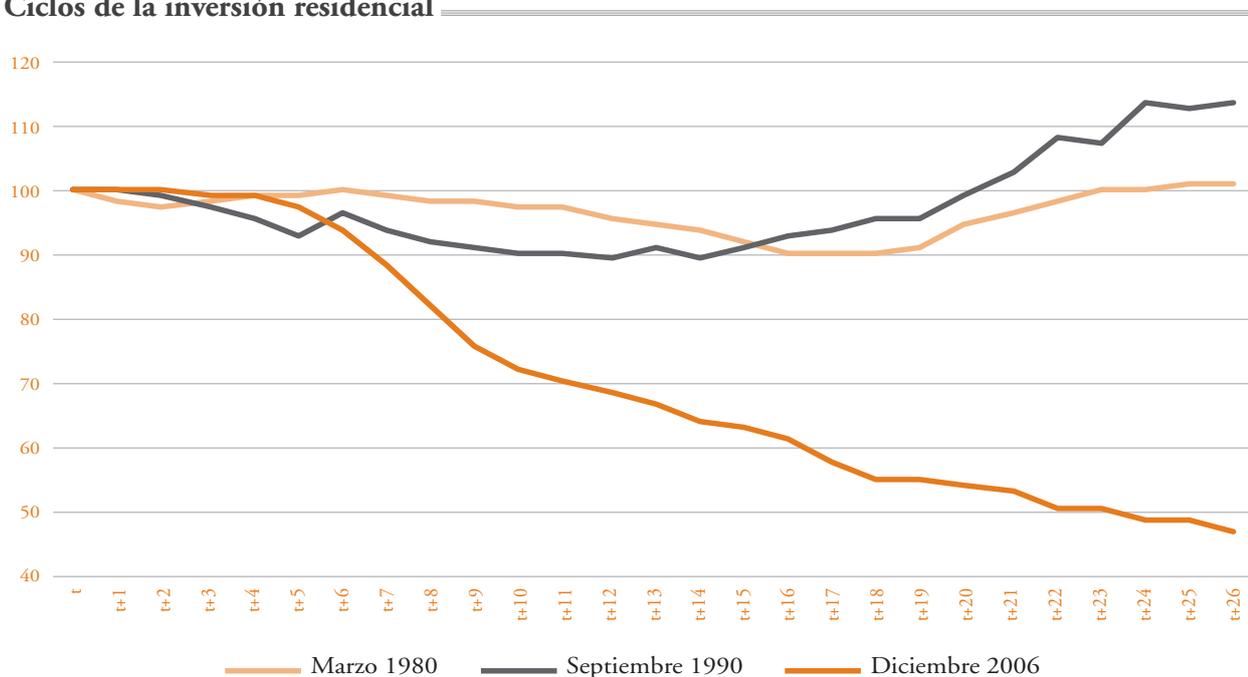
el efecto de arrastre del sector (1). Con todo, la inversión residencial llegó a representar más del 12% del PIB en los años 2006 y 2007. Considerando la relevancia del sector en otros países de nuestro entorno —en la media de la UEM12 la inversión en vivienda no superaba el 7% del PIB—, podría decirse que la construcción residencial en España era un sector claramente sobredimensionado.

Sin embargo, en 2008 el sector inmobiliario entró en una fase de ajuste en la que permanece en la actualidad. Desde entonces la inversión residencial se ha reducido notablemente, a un ritmo muy superior al de anteriores periodos de ajuste y durante un espacio de tiempo más prolongado, como puede contemplarse en el gráfico 2, sufriendo una corrección del 53% desde que alcanzara el máximo en el último trimestre de 2006 al cierre del primer semestre de 2013. Un ajuste que también se ha reflejado en la iniciación de viviendas, ya que según los datos de visados de construcción de vivienda nueva del Colegio de Aparejadores, el número de visados de

dirección de obra de vivienda nueva ha pasado de más de 850.000 en 2006 a los menos de 40.000 que se firmarán en 2013, lo que equivale a un descenso del casi el 96% en siete años.

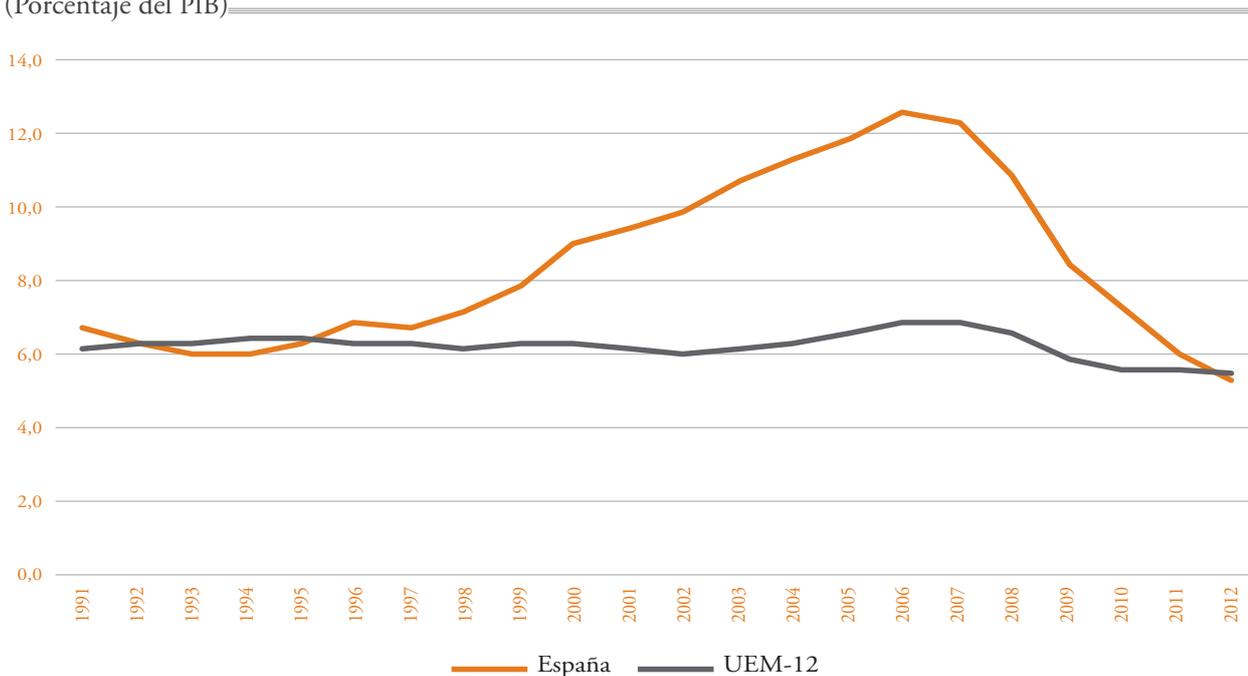
Con todo, el intenso proceso de ajuste llevado a cabo por la actividad constructora ha dado como resultado un sector que en la actualidad, lejos de estar sobredimensionado, se encuentra incluso por debajo de los estándares europeos y del promedio histórico. De hecho, en los últimos 22 años, la inversión en vivienda en la UE-12 se habría situado, en promedio anual, en torno al 6,2% del PIB, proporción a la que estimamos debería tender la inversión en España, la cual al cierre del tercer trimestre de 2013 se situaba ya por debajo del 4,3% del PIB. Así, las cifras ya denotan que el ajuste está llegando a su fin y el cambio de tendencia en la actividad podría comenzar a vislumbrarse en los próximos trimestres (gráfico 3). Por tanto, en la actualidad no puede decirse que España cuente con un sector inmobiliario sobredimensionado, como posiblemente sí sucedía en la mitad de la década pasada.

Gráfico 2
Ciclos de la inversión residencial



Fuente: INE y BBVA Research.

Gráfico 3
Inversión en vivienda
(Porcentaje del PIB)



Fuente: INE y BBVA Research.

3. ...y muestran que el ajuste está finalizando

La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) ha actualizado, con datos a 2012, los dos indicadores de vivienda que utiliza para medir la burbuja de precios. Tanto el indicador de *precios de vivienda/ingresos familiares* como el de *precios de la vivienda/alquileres* mostraron descensos significativos en 2012: algo más de 7 puntos el primero y casi 11 el segundo, lo que les acerca cada vez más al punto de equilibrio histórico. Los datos disponibles para los tres primeros trimestres de 2013 sugieren que si bien el indicador *precios/ingresos* aún distará algunos puntos básicos de la media histórica, el indicador *precios/alquileres* pudiera haber alcanzado su punto de equilibrio a finales de 2013 (gráfico 4).

El hecho de que la ratio *precio/ingresos* aún se sitúe por encima de la media histórica indica que los precios residenciales continuarán su senda de ajuste también en 2014. Que la ratio *precio/alquileres* alcance el equilibrio significa que la demanda de vivienda pudiera reorientarse del alquiler hacia la propiedad.

Factores que no solo favorecen la recuperación de la demanda de primera residencia, sino también la de viviendas secundarias. En este ámbito también debe tenerse en cuenta el empuje que vienen mostrando las compras de viviendas por ciudadanos extranjeros, las cuales, teniendo en cuenta la evolución de las economías de los países de origen y la ventaja comparativa de España frente a los países competidores (Croacia, Egipto y Turquía entre otros), tienen recorrido al alza.

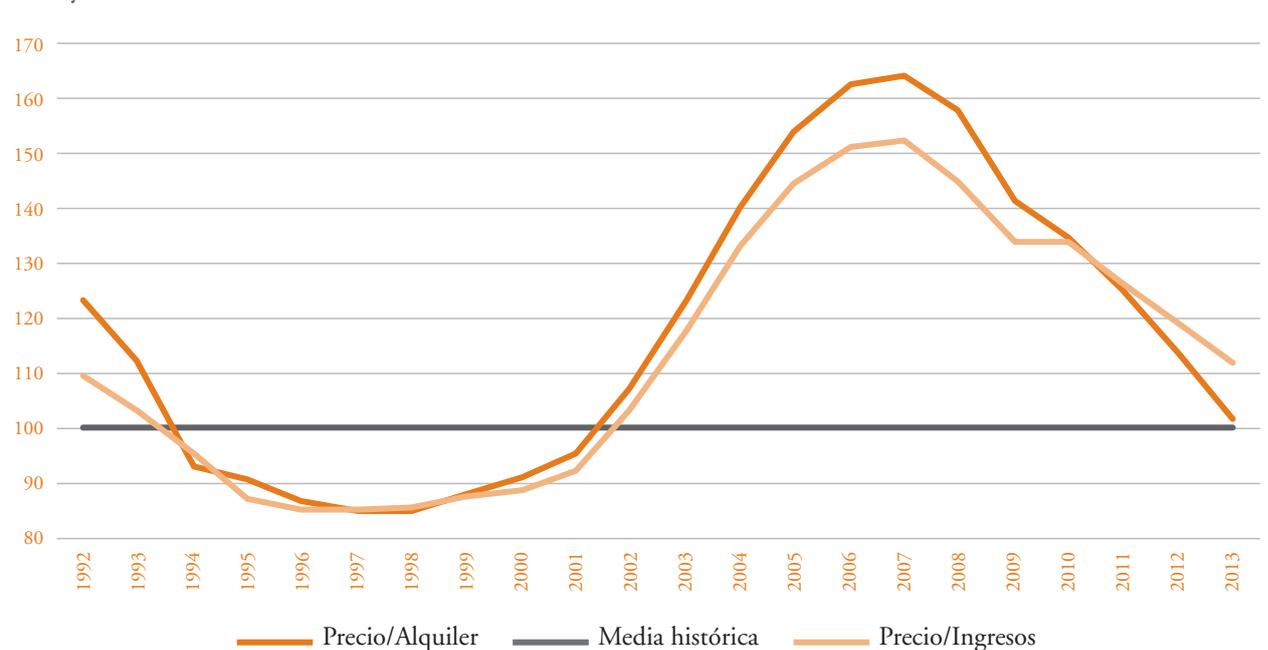
4. La buena marcha de la demanda extranjera

El mercado residencial español continúa siendo atractivo para inversores y demandantes extranjeros. Aunque la venta de viviendas a extranjeros se ha resentido, tanto o más que la demanda doméstica, desde hace varios trimestres viene recuperándose.

Si bien es cierto que el nivel de compras de viviendas por parte de los ciudadanos extranjeros es muy inferior al que se observaba antes de la crisis —en 2012 el número de ventas fue poco más del 35% de las realizadas

Gráfico 4
Precio de la vivienda, ingresos familiares y alquileres

Ratio y evolución histórica



Fuente: OCDE y BBVA Real Estate.

en 2006—, desde 2010 no han dejado de crecer. Así, el 18% del total de compras de viviendas las realizan extranjeros. En términos regionales se aprecia una elevada heterogeneidad en este ámbito y, mientras hay regiones donde la demanda externa sigue siendo prácticamente insignificante en términos inmobiliarios, en otras, sobre todo las bañadas por el Mediterráneo y Canarias, el peso de las ventas a extranjeros puede superar ampliamente el 30% como en Baleares o la Comunidad Valenciana.

A su vez, se aprecia también un cambio en los países de procedencia de los compradores extranjeros. En 2006 el 20% de las compras de viviendas procedían de países de América Latina, como Ecuador y Colombia, pero en los últimos años han aparecido nuevos mercados emisores, como Rusia, Bélgica y Noruega, nacionalidades que a principios de la pasada década apenas tenían relevancia en el mercado inmobiliario español. Se trata de países con buenas perspectivas de crecimiento y los que la evolución de los tipos de cambio respecto al euro ha jugado a su favor.

5. ¿Cómo se presenta la recuperación?

La recuperación del sector inmobiliario se iniciará por el canal de la demanda. Aunque es cierto que las ventas en 2013 se han comportado ligeramente peor que en 2012, debido en parte a la reforma fiscal con que se inició 2013 (2) y que supuso que algunos hogares adelantaran su decisión de compra a 2012, estimamos que el año concluirá con nivel de ventas del entorno de las 290.000 unidades, lo que supone una caída en torno al 20% respecto a las ventas de 2012. Teniendo en cuenta el escenario macroeconómico para 2014, en el que se confirma el retorno al crecimiento económico, el fin del deterioro del mercado de trabajo y la mejora de las expectativas de los agentes, es previsible que las ventas de vivienda en 2014 se estabilicen, superando ligeramente a las del año anterior. No se espera un repunte significativo porque los fundamentales todavía se mantendrán débiles y el acceso al crédito continuará sin ser fácil, pero el buen comportamiento de la demanda externa —las previsiones de crecimiento de las economías de los principales países de procedencia de los compradores de viviendas en

España son más halagüeñas que las del año recientemente concluido, por lo que, en principio, no hay motivo para justificar una contracción de esta parte de la demanda— y la probable reacción positiva tanto de la demanda interna como de inversores a los mejores datos económicos justifican el inicio del cambio de tendencia en la demanda.

La reacción de los precios al aumento de la demanda no se prevé que sea inmediato debido al elevado volumen de viviendas nuevas sin vender existente en el mercado. En consecuencia, se espera que el precio continúe ajustándose en 2014 para comenzar a estabilizarse durante 2015.

Por último llegará la recuperación de la oferta. La iniciación de nuevas viviendas se encuentra en mínimos históricos tal y como muestran los datos de visados de viviendas de obra nueva. El elevado nivel de sobreoferta, las dificultades de acceso a la financiación a las que se enfrentan las empresas promotoras y constructoras, que continúan inmersas en un importante proceso de desapalancamiento, condicionarán la recuperación de la actividad constructora, retrasándola en el tiempo.

Sin embargo, como consecuencia de la elevada heterogeneidad geográfica que se observa en el mercado inmobiliario español, la recuperación del sector se producirá a distintas velocidades en función del grado de corrección de los desequilibrios acumulados en el pasado, del potencial de crecimiento económico y de la exposición del mercado a la demanda extranjera. En la medida que el nivel de sobreoferta esté más próximo al friccional, que el crecimiento económico y las expectativas futuras sean más elevadas y mayor sea el peso de la demanda de extranjeros, antes se producirá la recuperación del sector.

6. La estabilidad financiera: requisito necesario para la recuperación

El sistema financiero español ha destacado por su heterogeneidad, lo que se puso de manifiesto en los test de *stress* que encontraron problemas en entidades que solo gestionaban el 30% de los activos. La mayor parte de los problemas de los balances de las entidades financieras españolas se encontraba en su exposición

al sector inmobiliario y en los últimos años se ha trabajado en reducir esta exposición. Así, las entidades más dañadas transfirieron alrededor del 90% de sus activos a Sareb, lo que ha permitido someterse a planes de saneamiento y reestructuración. De este modo, en 2012 las exposiciones inmobiliarias consiguieron reducirse a la mitad, y previsiblemente habrán acabado 2013 en torno a los 100.000 millones de euros. Con esto, puede decirse que en la actualidad el proceso de limpieza de los balances de las entidades sólidas está prácticamente concluido.

Sin embargo, aún quedan asuntos pendientes en la reestructuración del sistema financiero español aunque no se estima que se requieran nuevos planes de reestructuración del sistema financiero, sino terminar de aplicar los que ya se tienen. Así:

- i) debe seguir gestionándose la sobrecapacidad en el sector resolviendo al situación de las entidades intervinidas;
- ii) el proceso de liquidación de activos de la Sareb debe hacerse de forma gradual para no afectar en demasía a los precios del mercado;
- iii) debe seguir trabajándose en la unión bancaria acabando con la fragmentación financiera existente en el área euro;
- iv) el proceso de desapalancamiento debe ser compatible con el nuevo crédito para no dañar el proceso de recuperación.

El correcto funcionamiento del mercado inmobiliario requiere de un sistema financiero saneado capaz de satisfacer los requerimientos de financiación inherentes a la actividad en el sector, tanto desde el punto de vista de la oferta como desde el punto de vista de la demanda. La convulsión de los últimos años ha dado lugar a una restricción crediticia y su correspondiente encarecimiento. El vínculo que se creó entre los riesgos soberano y bancario, puesto que los bancos eran asistidos por sus autoridades nacionales, dio lugar a un aumento de las primas de riesgos trasladándose directamente al coste de la financiación. Sin embargo, esta relación parece haber comenzado a reducirse en 2013, sobre todo en los países periféricos, lo que favorece la normalización del funcionamiento del sector.

En este sentido, las expectativas de que los tipos oficiales del BCE y consecuentemente del índice de referencia, Euribor a un año, se mantengan estables en los próximos trimestres, junto a la incipiente recuperación de la actividad general que ayudará a mejorar las expectativas sobre la salida de la crisis, y por consiguiente una mejora paulatina en la prima de riesgo soberano, harán que los tipos de crédito para la adquisición de vivienda se mantengan prácticamente estables aunque con una ligera tendencia a la baja en el mediano plazo alrededor del 3%. Sin embargo, el proceso de desapalancamiento de las familias todavía no se ha completado y el flujo de crédito vivienda todavía está buscando un soporte para su estabilización que, posiblemente, se alcanzará durante 2014 para iniciar una recuperación a mediados de 2015, aunque las amortizaciones de esta cartera serán siempre superiores, por lo que el *stock* de crédito seguirá bajando en ese horizonte temporal. Este escenario es consecuencia de la debilidad de la demanda de las familias que están viendo erosionadas sus rentas reales por el proceso de devaluación interna y la elevada tasa de desempleo.

7. Políticas diferentes en momentos diferentes

Tradicionalmente la política de vivienda en España ha estado orientada, en grandes rasgos, a favorecer la propiedad frente alquiler. Una orientación que, a su vez, ha favorecido el crecimiento económico a través del impulso de la construcción. Por lo tanto, una política que pretendía facilitar el acceso a una vivienda en propiedad y estimular el crecimiento económico. Además, el régimen fiscal de la vivienda también ha propiciado la propiedad frente al alquiler ya que los beneficios fiscales inherentes a la compra de una vivienda siempre han sido superiores que los asociados al alquiler, que aparecieron de manera tardía. A su vez, la Administración se ha esforzado en negociar con las entidades financieras que garantizaban condiciones de financiación más favorables a las de mercado para que los adjudicatarios de viviendas protegidas pudieran afrontar el pago de las mismas.

En contraposición, la política de vivienda en buena parte de los países europeos ha estado más orientada a facilitar el acceso a una vivienda a través del alquiler,

para lo que fueron dotando parques públicos de viviendas en régimen de arrendamiento que garantizaran el acceso a los colectivos más necesitados.

Desde el estallido de la crisis económica, la política de vivienda en España muestra un matiz bien distinto al del pasado. La escasez de recursos y el encarecimiento de la financiación condicionan la iniciación de nuevas viviendas protegidas, lo que se ha dejado sentir en la inversión en vivienda y, por tanto, en el crecimiento de la economía. En contraposición, el alquiler pasó a convertirse en el principal eje de la política de vivienda del momento y a través de ayudas a propietarios e inquilinos y de entidades que facilitan la relación entre ambas partes (como la desaparecida Sociedad Pública de Alquiler) se trató de incrementar el peso del alquiler en el mercado y de resolver las necesidades de vivienda de los ciudadanos. También se impulsó la construcción de viviendas públicas en régimen de alquiler —el Plan de Vivienda de 2009 obligaba a que el 40% de las viviendas protegidas construidas fueran en régimen de alquiler—, pero ya entonces las viviendas públicas iniciadas se habían reducido considerablemente. Por otro lado, en 2013 se modificó la antigua Ley de Arrendamientos Urbanos, vigente desde 1994, dando lugar a una ley más flexible con el objetivo de animar a los propietarios a alquilar sus viviendas vacías. Además, en el mismo año se eliminó totalmente la deducción por compra de vivienda, tras un primer intento en 2011, terminando así con muchos años en los que la fiscalidad be-

neficiaba más la propiedad que el alquiler. Al mismo tiempo, en detrimento de la vivienda en propiedad, la rehabilitación de viviendas se ha convertido en el segundo pilar de la política de vivienda actual.

Con todo la próxima recuperación se emprenderá, por primera vez en muchos años, sin el apoyo que tradicionalmente venía haciendo la política de vivienda al sector a través de la iniciación de viviendas protegidas. Los compromisos de consolidación fiscal de las administraciones públicas, así como la orientación de la política de vivienda hacia el alquiler y la rehabilitación, reducirá sensiblemente la aportación de la política de vivienda a la actividad constructora, lo que supone un nuevo reto para el sector que deberá iniciar la recuperación sin un apoyo tan explícito como en el pasado de las Administraciones Públicas.

NOTAS

- (1) Entre 1996 y 2007 se calcula que alrededor del 15% del valor añadido bruto (VAB) de la economía española está relacionado con el sector de la construcción, sector que junto con las actividades inmobiliarias, en el mismo periodo equivalía al 20% del VAB. El sector público sumaba el 16% del VAB y el resto de sectores de la economía el 49%
- (2) En enero de 2013 se eliminó la deducción por compra de vivienda a todos los tramos de renta, lo que podía llegar a suponer un ahorro anual de algo más de 1.350 euros por contribuyente, y se subió el IVA de la vivienda del tipo superreducido del 4% al que se había mantenido hasta el 10%, lo que para una vivienda con un precio de 150.000 euros supuso una carga tributaria adicional de unos 9.000 euros, un 6% más.

EL MERCADO DE ALQUILER EN LA ACTUAL COYUNTURA

María Luisa Recio Rapún

Profesora del Departamento de Economía Aplicada I, URJC

RESUMEN

En los momentos actuales de crisis, el mercado de vivienda de alquiler ha recuperado protagonismo en detrimento del mercado de vivienda en propiedad. Tras las sucesivas reformas, los problemas del mercado de alquiler se explican más por la inseguridad jurídica a la que se enfrenta el propietario (riesgos de impago y desahucios) que por el marco arrendaticio. El nuevo Plan de Vivienda y los incentivos fiscales al alquiler pretenden favorecer la movilidad geográfica necesaria para garantizar la eficiencia en el trabajo.

PALABRAS CLAVE

Alquiler, Impagos, Arrendatario, Marco arrendaticio, Desahucio, Ayudas directas, Desgravaciones.

1. Las últimas reformas en el marco institucional del alquiler

La actual ley de alquileres data del año 1994, cuando se intenta acabar con la segmentación del mercado de alquiler derivada de la subsistencia de las prórrogas forzosas anteriores a la reforma de 1985, que liberalizó la duración y la actualización para los nuevos contratos. Esta legislación se ha reformado con la Ley 4/2013, de 4 de junio, de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado de Alquiler de Viviendas, que da una mayor seguridad jurídica al propietario al reducir los periodos de duración de los contratos de cinco a tres años, la llamada prórroga obligatoria del contrato (distorsión que incorporó la LAU de 1994), y disminuir de tres años a un año la prórroga tácita automática del contrato. A su vez, la renta mensual del arrendamiento a partir del tercer año, puede ser pactada libremente entre propietario e inquilino, con lo que deja de revisarse automáticamente de acuerdo con el IPC.

Tras las sucesivas reformas, los problemas del alquiler ya no se explican tanto por el marco arrendaticio específico, sino que ahora responden ante todo a los problemas de impagos y desahucios. La inseguridad jurídica que sufren los propietarios hace que muchos de ellos opten por mantener sus viviendas vacías antes que

alquilarlas en este contexto, dada la lentitud de la justicia (los plazos para hacer efectivo un desahucio suelen oscilar entre medio año y un año, acumulándose en este plazo las cantidades impagadas) y las dificultades y altos costes necesarios para hacer valer sus derechos. Esto explica el significativo parque de viviendas desocupadas y la práctica generalizada de exigir garantías adicionales a los arrendatarios, como por ejemplo avales bancarios o fianzas mayores que la legal de un mes, aunque ambas circunstancias encarecen las transacciones, y por lo tanto reducen la demanda de alquiler. A este respecto, según la *Estadística de Arrendamientos Urbanos* del INE, en el año 2012 sobre un parque de viviendas en alquiler del orden de 2,5 millones hay más de 50.000 sentencias o decretos judiciales, lo que supone que el 2% de las viviendas alquiladas tiene una incidencia judicial al año.

Entre las reformas recientes hay que señalar la Ley 37/2011, de 10 de octubre, de medidas de agilización procesal, que modifica a la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, que establece que en los casos de demandas en las que se ejercite la pretensión de desahucio por falta de pago de rentas, el secretario judicial requerirá al demandado para que, en el plazo de diez días, desaloje el inmueble, pague al actor o, si pretende la enervación, pague la totalidad de lo debido. Adi-

cionalmente, con la nueva Ley 4/2013 de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado de Alquiler de Viviendas, el propietario puede solicitar el desahucio del arrendatario con un solo mes de impago de rentas, al objeto de evitar su acumulación, a la vez que se crea un Registro de Sentencias firmes de impagos de rentas de alquiler, donde el propietario debe presentar una propuesta de contrato con los datos del futuro arrendatario para averiguar si ha incumplido con sus obligaciones de pago de renta en contratos de arrendamiento y por ello ha sido condenado por sentencia firme en un procedimiento de desahucio.

Con todo, el problema no es solo la tardanza del proceso en la fase declarativa, sino los retrasos en que las notificaciones se producen, ante la sobrecarga de trabajo y la elusión de las mismas que algunos hacen aprovechando nuestro, en extremo, garantista sistema judicial, con la consiguiente dilación de los procesos. En cualquier caso, de poco valen las reformas legislativas si estas no se implementan en la práctica, y tan importante como que la norma acorte los plazos procesales, es que la Administración de Justicia tenga los medios suficientes para cumplir los mismos, lo cual, desafortunadamente no siempre sucede, valgan para ello los ejemplos de las Oficinas de Señalamiento Inmediato y de los juicios rápidos civiles.

2. Los planes de vivienda y los incentivos fiscales al alquiler

El nuevo Plan de Vivienda para el periodo 2013-2016, aprobado por el Real Decreto 233/2013, de 5 de abril, por el que se regula el Plan Estatal de fomento del alquiler de viviendas, ha incluido un programa de ayudas directas de hasta 200 euros al mes, a los inquilinos con ingresos no superiores a tres veces el Indicador público de renta de efectos múltiples (IPREM) y que no paguen más de 600 euros al mes de alquiler. Entre las ayudas a la oferta destacan las ayudas para la construcción de viviendas destinadas al alquiler de hasta 22.500 euros por vivienda. Dichas viviendas de alquiler solo podrán edificarse sobre suelo o edificaciones de titularidad pública, y deberán destinarse a hogares (*unidades de convivencia*) cuyos ingresos no superen tres veces el IPREM. Lo cierto es, que hasta ahora la política de vi-

vienda social, como instrumento de fomento del alquiler, apenas ha sido utilizada en España, y ello a pesar de que serviría para resolver de forma más justa y eficiente los problemas de accesibilidad de múltiples hogares a lo largo de la vida útil del inmueble. La explicación es que las comunidades autónomas y ayuntamientos han preferido siempre priorizar la vivienda protegida en venta, lo cual probablemente se deba a sus mayores posibilidades de utilización clientelar.

Entre los incentivos fiscales al alquiler, hay que señalar que estos han sido mínimos si los comparamos con las deducciones existentes para la adquisición de vivienda. La excepción han sido algunas desgravaciones autonómicas para inquilinos pero cuyos escasos importes (de orden medio de 300 euros anuales) las hacen más testimoniales que otra cosa. Por ello, en la pasada década se aprobaron una serie de incentivos que permitían acogerse a una bonificación del 85% de la cuota íntegra a las rentas derivadas del arrendamiento de viviendas para las empresas dedicadas al alquiler, pero que al estar condicionada su utilización a unos rígidos requisitos han hecho que no hayan sido prácticamente utilizados. Para superar estas disfunciones, la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias, ha flexibilizado los requisitos de las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas reduciendo a ocho el número mínimo de viviendas en alquiler frente a las diez que se exigían antes, y recortando a tres años el periodo obligatorio de arrendamiento frente a los siete años que se exigían anteriormente.

Una reforma que probablemente ayudaría a dinamizar el mercado sería la de sujetar a un tipo de IVA superreducido el arrendamiento de la vivienda, ya que de esta forma, en el caso de viviendas nuevas o de gran rehabilitación, el arrendador recuperaría el IVA soportado que puede llegar al 10% del valor de la vivienda, con el consiguiente estímulo a esta actividad, al igual que ya sucede con los arrendamientos sujetos a IVA como los de oficinas, naves industriales, etc. Por contra, las opciones de gravar las viviendas vacías a través de sobrecargas fiscales no parecen adecuadas ni oportunas, ya que llevarían consigo altos costes de cumplimiento, con lo que podría suponer de intromisión en la intimidad, además de atentar contra el derecho de propiedad.

3. Los cambios en el alquiler por la crisis

En los momentos actuales de crisis inmobiliaria el mercado de viviendas de alquiler ha recuperado protagonismo en demérito del de viviendas en propiedad. El problema es que las familias expulsadas en el pasado del mercado de alquiler en beneficio de la compra, difícilmente vuelven al mismo, salvo por circunstancias excepcionales de revés económico o movilidad geográfica, por lo que es en el flujo de nuevos hogares donde podría producirse el cambio de tendencia, y dado el bajo peso de estos en relación al total, será necesario un largo periodo de tiempo para que esta

tendencia obtenga resultados significativos y visibles en el conjunto de la sociedad española.

El aumento actual del número de hogares en alquiler se debe en gran medida, al colectivo que tradicionalmente se denominaba demanda transitoria, esto es, aquella que era anterior a la decisión de compra y/o en tanto en cuanto se ahorraba para la misma. Por ello, la permanencia en el régimen de tenencia de alquiler ha aumentado sobre todo para los jóvenes emancipados y nuevos hogares. Por otra parte, existe una demanda estructural y permanente de alquiler integrada por los colectivos de personas desplazadas temporalmente

Cuadro 1

Los arrendatarios de alquileres de mercado

Porcentaje de hogares en alquiler en relación al total de hogares de cada estrato

	2007	2012	Variación
Total	10,4	12	1,6
Edad del cabeza de familia			
De 16 a 29 años	28,4	39	10,6
De 30 a 44 años	15,8	19	3,2
De 45 a 64 años	7,3	9,3	2
De 65 y más años	3,6	2,8	-0,8
Nacionalidad del cabeza de familia			
Española	5,7	6,8	1,1
Extranjera (UE)	53,5	46,3	-7,2
Extranjera (Resto del mundo)	64	67,1	3,1
Tipo de hogar			
Hogares de una persona	11,4	12,3	0,9
Dos adultos sin niños dependientes	10,4	10	-0,4
Otros hogares sin niños dependientes	7,5	8,4	0,9
Un adulto con uno o más niños dependientes	21	19	-2
Dos adultos con uno o más niños dependientes	9,3	13,6	4,3
Otros hogares con niños dependientes	13,7	18	4,3

Fuente: Elaboración propia a partir de la Encuesta de Condiciones de Vida del INE de 2007 y 2012.

(motivos laborales, estudios), en procesos de recomposición familiar (viudos, separados, parejas de hecho) y motivos de turismo (alquiler de temporada).

Para analizar los cambios en los hogares en alquiler a precios de mercado podemos basarnos en la *Encuesta de Condiciones de Vida* que elabora el Instituto Nacional de Estadística. De la misma se observa que entre los años 2007 y 2012 se ha incrementado el porcentaje de hogares que tienen como régimen de tenencia un alquiler de mercado, siendo en este último año el 12% de los hogares frente el 10,4% que había al inicio de la crisis. Cuando analizamos los cambios, hay que destacar entre otros los siguientes: En primer lugar, teniendo en cuenta la edad del cabeza de familia se observa que en los hogares jóvenes (menores de 29 años) el 39% de los mismos vive de alquiler frente al 28,4% que lo hacían a principios de la crisis. En cualquier caso, la propensión a alquilar se reduce con la edad, así, solo el 2,8% de los hogares de más de 65 años viven de alquiler. En segundo lugar, en relación a la nacionalidad, se observa que el 67,1% de los hogares extranjeros pero no pertenecientes a la UE viven en alquiler. Por contra, en los hogares de nacionalidad española solo el 6,8% de los mismos viven de alquiler. Por último, en relación al tipo de hogar, se puede observar que la mayor propensión a alquilar, el 19% del total, se produce en los hogares monoparentales con niños dependientes, destacando desde 2007 a 2012 el aumento de los hogares con dos o más adultos y con niños dependientes.

Así pues, en España está aumentando en los nuevos hogares la propensión a alquilar, lo cual es coherente

con su coste relativo en relación a la compra, máxime cuando la bajada de precios de los años pasados ha disparado el coste de oportunidad de la compra en relación al alquiler. Esta situación tiene efectos benéficos para la dinámica económica, ya que aumenta la movilidad geográfica de nuestra fuerza laboral, evitando así las rigideces que se ocasionan a las familias que en edades tempranas han optado por la compra, ante posibles cambios de lugar de residencia o pérdida de renta, para hacer frente al servicio de su deuda hipotecaria. Cuestión distinta es que a medida se vaya superando la actual crisis, no faltarán familias que hasta ahora estaban de inquilinos y pasen a convertirse en propietarios, ya que para una vivienda comparable el servicio inicial de la deuda se puede acercar al precio mensual del alquiler, una vez se hayan ajustado los precios a la baja y se normalice el crédito hipotecario.

BIBLIOGRAFÍA

- Blasco, B.; Izquierdo, G. y Recio, M. L. (2009), «Economía de la vivienda en España», *Colección Universidad*, Editorial Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
- González, C. (2013), «El nuevo régimen de los arrendamientos de vivienda tras la Ley de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado de Alquiler», *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 6, págs. 170-190.
- Izquierdo, G. y Recio, M. L. (2008), «El mercado del alquiler en España», *Revista Directivos Construcción*, núm. 209, editorial Wolters Kluwer, págs. 46-53.
- Rubio, J. J. (2012), «La fiscalidad inmobiliaria en España: Una panorámica», *Revista Información Comercial Española*, núm. 867, dedicado a *Economía de la vivienda en España*, págs. 89-108.

ECONOMISTAS

COLEGIO DE
MADRID



La revista **Economistas** es la publicación del **Colegio de Economistas de Madrid**. Durante el año se editan dos números ordinarios que son monográficos y uno doble extraordinario que recoge el análisis y la valoración de la economía española en el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. Se presenta como un plural y completo balance del año, realizado por un amplio grupo de especialistas y estructurado en nueve áreas del ámbito económico.

Información, ventas y suscripciones:

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

Tel. 91 559 46 02 Fax 91 559 29 16

revista.economistas@cemad.es

www.colegioeconomistasmadrid.com

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA: UN ANÁLISIS DE LAS DISTINTAS FUENTES ESTADÍSTICAS

Jacob Cabañas Castellanos

Director del Área de Mercado de ST Sociedad de Tasación

RESUMEN

La gran variedad de publicaciones existentes acerca del valor de mercado de la vivienda y su evolución, así como las diferentes fuentes de información, métodos de selección y de cálculo utilizados, ponen de manifiesto la dificultad de realizar análisis comparativos de forma concluyente. El presente trabajo analiza el origen de los datos de diferentes publicaciones y los presenta en forma de porcentajes de evolución referidos a ámbitos de agregación concretos que facilitan el análisis y la comparación de las mismas. Los resultados obtenidos concluyen que la mayoría de los análisis del mercado inmobiliario de vivienda publicados tienen un elevado nivel de coincidencia al analizar grandes volúmenes de datos, como la notable proximidad que se aprecia entre los resultados aportados por ST y el INE, y que el descenso a niveles de detalle territoriales de menores dimensiones acusa las diferencias de las metodologías de cálculo.

PALABRAS CLAVE

Valor, Mercado, Inmobiliario, Vivienda.

En la actualidad se publican en el mercado gran cantidad de informes, estudios y análisis sobre el valor de la vivienda y su evolución. El presente artículo muestra de forma comparativa a partir de qué información, con qué frecuencia y con qué metodología se elaboran cuatro de estos estudios.

1. *Estudio periódico de mercado de vivienda nueva (ST).*
2. *Evolución del valor de mercado de vivienda (ST).*
3. *Precios vivienda libre (Ministerio Fomento España).*
4. *IPV - Índice Precios Vivienda (Instituto Nacional Estadística).*

Al comparar los resultados de cada uno de los estudios es fundamental entender bien la posible disparidad de fuentes utilizadas, los periodos analizados, los ámbitos territoriales y la segmentación por características o antigüedades.

1. Estudio mercado de vivienda nueva (ST)

— Origen: Información procedente de primeras transmisiones en promociones plurifamiliares con menos de cinco años de antigüedad.

— Ámbito territorial de la muestra: 358 poblaciones relevantes de todo el territorio nacional, incluyendo todas las capitales de provincia.

— Periodicidad: Semestral.

— Método de captación: Simulación de compra por expertos inmobiliarios especializados.

— Selección de la muestra a utilizar: Se descartan las singularidades (áticos con terrazas, apartamentos, viviendas de dimensiones atípicas...), así como las ofertas no procedentes de profesionales del sector.

— Determinación de los valores estadísticos: Reconstrucción de los valores individuales captados, atendiendo a las siguientes características:

- Calidad del barrio en que se encuentra el inmueble.
- Calidad de ubicación dentro del barrio.
- Calidad del edificio en que está la vivienda.
- Calidad de acabados y programa de la vivienda.
- Superficie.

2. Evolución del valor de mercado de vivienda (ST)

— Origen: Tasaciones de vivienda realizadas por ST en el último trimestre.

— Ámbito territorial de la muestra: Todo el territorio nacional

— Periodicidad: Trimestral.

— Método de captación: Volcado de valores de mercado por comparación en las tasaciones realizadas por ST.

— Selección de la muestra a utilizar: No se realiza proceso previo de selección.

— Determinación de los valores estadísticos: Media de valores ponderada por los conceptos de segmentación que presenta el informe.

3. Precios vivienda libre (Ministerio Fomento España)

— Origen: Información de tasaciones realizadas por las sociedades de tasación integradas en ATASA.

— Ámbito territorial de la muestra: Todo el territorio nacional

— Periodicidad: Trimestral.

— Método de captación: Volcado depurado de valores de las tasaciones realizadas por los miembros de ATASA.

— Selección de la muestra a utilizar: No se realiza proceso previo de selección.

— Determinación de los valores estadísticos: Media de valores ponderada por superficie según los conceptos de segmentación que presenta el informe.

4. IPV - Índice Precios Vivienda (Instituto Nacional Estadística)

— Origen: Precios de transacción escriturados ante notario, registrados ante la Agencia Nacional de Certificación.

— Ámbito territorial de la muestra: Todo el territorio nacional.

— Periodicidad: Trimestral.

— Método de captación: Volcado de precios de transacción escriturados ante notario, registrados ante la Agencia Nacional de Certificación.

— Selección de la muestra a utilizar: No se realiza proceso previo de selección.

— Determinación de los valores estadísticos: Valor determinado por métodos hedónicos para cada concepto de segmentación que presenta el informe. Este organismo publica por separado los informes para vivienda nueva y usada, por lo que en esta comparativa se analizarán ambos aspectos.

Al final del documento aparece el cuadro resumen donde se puede apreciar comparativamente la importante diversidad de fuentes de datos, de métodos de selección y de cálculo de valores utilizados en cada uno de los estudios (cuadro 3). Entendemos que esta diversidad de orígenes y segmentaciones hacen que el análisis comparativo de valores unitarios no ofrezca datos concluyentes al tratarse de tipologías y criterios diferentes. No obstante, no ocurre lo mismo con los porcentajes de evolución, que al estar referidos a un ámbito de agregación concreto y de dimensiones suficientes pueden ser asimilables.

El único ámbito de agregación que contemplan todos los estudios corresponde a una agrupación territorial mediante la comunidad autónoma, y en consecuencia será este el que se adopte para realizar el análisis comparativo.

En el cuadro 1 se puede observar que la variación anual de valores a nivel nacional varía en un entorno del 0,9% entre la máxima y la mínima con independencia de la fuente y metodología utilizadas, salvo en el caso de la publicación del Ministerio de Fomento que advierte de la ausencia de información en muchas de las demarcaciones territoriales que contempla su análisis.

Esa variación anual a nivel nacional puede ser considerada como de total convergencia pero no ocurre igual cuando se desciende a nivel territorial de las comunidades autónomas, donde la dispersión es más notable debido, casi con toda probabilidad, a que

Cuadro 1**Últimos datos de evolución anual publicados**

Datos en porcentaje

Variación anual	ST V. Nueva 4T 2013	ST Vivienda 4T 2013	Fomento 3T 2013 (*)	INE (Nueva) 3T 2013	INE (Usada) 3T 2013
Nacional	-7,8%	-8,7%	-4,5%	-7,9%	-8,0%
Andalucía	-8,1%	-10,1%	-6,4%	-7,8%	-6,3%
Aragón	-11,6%	-18,3%	-10,5%	-11,4%	-11,1%
Asturias	-2,5%	-12,0%	-10,1%	-9,5%	-10,0%
Baleares	-5,0%	-4,3%	4,8%	-4,7%	-6,1%
Canarias	-6,5%	-7,5%	-3,1%	-8,2%	-5,1%
Cantabria	-9,0%	-8,1%	-10,7%	-3,0%	-7,8%
Castilla y León	-7,5%	-9,7%	-8,7%	-11,8%	-11,5%
Castilla-La Mancha	-9,8%	-7,9%	-10,6%	-14,9%	-10,4%
Cataluña	-7,0%	-8,1%	-8,9%	-6,8%	-8,5%
Valencia	-9,2%	-12,8%	-4,2%	-5,5%	-6,1%
Extremadura	-10,2%	-11,1%	2,8%	-16,8%	-11,6%
Galicia	-3,9%	-5,8%	-4,1%	-6,8%	-7,3%
Madrid	-8,6%	-5,9%	0,3%	-7,5%	-8,6%
Murcia	-4,0%	-18,0%	-7,1%	-16,8%	-14,1%
Navarra	-4,0%	15,4%	4,3%	-11,0%	-11,4%
País Vasco	-6,1%	-3,9%	0,0%	-1,4%	-7,3%
La Rioja	-10,1%	9,8%	-12,6%	-8,5%	-10,5%

(*) Elaboración propia a partir de los datos publicados por el Ministerio de Fomento.

Fuente: Elaboración propia.

en ese nivel de agregación se acusan mucho más las diferencias en características y origen de la muestra utilizada en cada caso. No obstante se aprecia la sensible aproximación en la mayoría de los casos entre los resultados aportados por ST Sociedad de Tasación y el INE, principalmente en aquellas demarcaciones en que el mercado inmobiliario se muestra más activo, y en consecuencia se dispone de una muestra más abundante y representativa.

En el análisis de la variación de valores desde máximos se puede apreciar que la dispersión, tanto a nivel nacional como en el detalle territorial de menor dimensión, es más apreciable que en el caso anual, si bien también es notable la proximidad que se aprecia en general entre los resultados aportados por ST y el INE, pese a las diferentes metodologías de agregación y cálculo utilizadas. Una proximidad que también se aprecia en los resultados del Ministerio de Fomento,

Cuadro 2

Variación de valores desde máximos

Datos en porcentaje

Variación desde máximos	ST V. Nueva 4T 2013	ST Vivienda 4T 2013	Fomento 3T 2013 ^(a)	INE (Nueva) 3T 2013 ^(b)	INE (Usada) 3T 2013 ^(b)
Nacional	-29,8%	-45,6%	-28,8%	-30,5%	-42,7%
Andalucía	-30,3%	-41,2%	-31,5%	-24,0%	-35,0%
Aragón	-38,3%	-41,7%	-38,4%	-38,1%	-49,6%
Asturias	-19,1%	-27,7%	-23,6%	-29,6%	-38,1%
Baleares	-25,4%	-34,1%	-21,7%	-25,1%	-39,3%
Canarias	-26,6%	-39,6%	-30,3%	-29,1%	-35,7%
Cantabria	-29,4%	-26,9%	-27,4%	-36,0%	-42,3%
Castilla y León	-27,5%	-32,8%	-27,7%	-30,5%	-42,1%
Castilla-La Mancha	-32,8%	-45,0%	-35,9%	-32,7%	-39,4%
Cataluña	-29,6%	-48,1%	-32,5%	-39,1%	-49,3%
Valencia	-30,7%	-49,2%	-32,0%	-29,1%	-38,3%
Extremadura	-29,1%	-33,0%	-12,5%	-27,9%	-32,8%
Galicia	-16,7%	-24,3%	-23,4%	-26,1%	-35,4%
Madrid	-31,5%	-44,2%	-32,1%	-35,5%	-47,1%
Murcia	-27,5%	-46,7%	-35,2%	-29,3%	-36,4%
Navarra	-30,9%	-34,7%	-19,7%	-39,3%	-49,9%
País Vasco	-24,1%	-33,4%	-17,4%	-31,5%	-43,7%
La Rioja	-34,4%	-42,2%	-30,5%	-38,5%	-43,8%

^(a) Elaboración propia a partir de los datos publicados por el Ministerio de Fomento.

^(b) Elaboración propia a partir de los datos publicados por el INE.

Fuente: Elaboración propia.

detalle que probablemente tiene su explicación en que los años anteriores a 2013 no acusaban en este organismo la ausencia de datos que se ha dado en este último (cuadro 2).

Como conclusión, se puede inferir que la mayoría de los análisis de mercado inmobiliario de vivienda que se publican por las grandes entidades del sec-

tor tienen un nivel de coincidencia muy apreciable cuando se analizan grandes volúmenes de datos, y que el descenso a niveles de detalle territoriales de menores dimensiones empiezan a acusar las diferencias de las metodologías de cálculo en algunos casos, y sobre todo las diferencias importantes en las características de los inmuebles utilizados para cada uno de los estudios.

Cuadro 3

Tabla comparativa de índices

		Origen	Ámbito de la muestra	Periodicidad	Método de captación	Selección de la muestra a utilizar	Determinación de los valores estadísticos
ST	Estudio Mercado de Vivienda Nueva	Primeras transmisiones promociones plurifamiliares con menos de cinco años de antigüedad	358 poblaciones relevantes de todo el territorio nacional, incluyendo todas las capitales de provincia	Semestral	Simulación de compra por expertos inmobiliarios especializados	Se excluyen los áticos con terrazas, apartamentos, viviendas de dimensiones atípicas... y las ofertas no procedentes de profesionales del sector	Reconstrucción de los valores individuales captados, atendiendo a las siguientes características: calidad del barrio en que se encuentra el inmueble, calidad de ubicación dentro del barrio, calidad del edificio en que está la vivienda, calidad de acabados y programa de la vivienda y superficie
ST	Evolución del Valor de Mercado de Vivienda	Tasaciones de vivienda del último trimestre	Nacional	Trimestral	Volcado de valores de mercado por comparación en las tasaciones realizadas por ST	No se realiza proceso previo de selección	Media de valores ponderada por los conceptos de segmentación que presenta el informe
Fomento	Precios Vivienda Libre	Información de tasaciones realizadas por las sociedades de tasación integradas en ATASA	Nacional	Trimestral	Volcado depurado de valores de las tasaciones realizadas por los miembros de ATASA	No se realiza proceso previo de selección	Media de valores ponderada por superficie según los conceptos de segmentación que presenta el informe
INE	IPV - Índice Precios Vivienda	Precios de transacción escriturados ante notario, registrados ante la Agencia Nacional de Certificación	Nacional	Trimestral	Volcado de precios de transacción escriturados ante notario, registrados ante la Agencia Nacional de Certificación	No se realiza proceso previo de selección	Valor determinado por métodos hedónicos para cada concepto de segmentación que presenta el informe. Este organismo publica por separado los informes para vivienda nueva y usada, por lo que en esta comparativa se analizarán ambos aspectos

Fuente: Elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA

Instituto Nacional de Estadística (2009), «Índice de Precios de Vivienda-Metodología», (en línea), <http://www.ine.es/daco/daco42/ipv/metodologia.pdf>

Ministerio de Fomento (2012), «Estadística de Precios de Vivienda-Metodología», (en línea), <https://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/D92A4155-47F3-4B77-B7A5-68348C3A73E6/122805/Preciovivienda.pdf>



ECONOMÍA DE MADRID

Coordinador

José M^a Rotellar

*Profesor del departamento de Economía
y Hacienda Pública, UAM*

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MADRILEÑA

Miguel Cardoso y Pep Ruiz

BBVA Research

Rafael Doménech

BBVA Research y Universidad de Valencia

RESUMEN

A pesar de haberse contraído un 1,2% respecto a 2012, la economía de Madrid ha experimentado a lo largo de 2013 una evolución de la actividad que ha ido de menos a más y que tendrá continuidad en 2014, con un crecimiento cercano al 1,5%. Detrás de esta recuperación está el crecimiento del PIB mundial, la mejora en la posición financiera de familias y empresas, la disminución de las tensiones financieras, la corrección de algunos desequilibrios acumulados antes de la crisis y una política fiscal menos restrictiva. A medio plazo, Madrid cuenta con algunas ventajas que facilitarán una recuperación más rápida que la que se observará en el resto de España. En todo caso, la región debe afrontar retos relevantes si pretende mantener o incluso mejorar su posición entre las principales regiones europeas.

PALABRAS CLAVE

Crecimiento, Empleo, Competitividad, Reformas estructurales.

1. La economía madrileña en 2013

Tras el ajuste de 2012, la mejora en la posición financiera de familias y empresas, la disminución de las tensiones financieras, la corrección de algunos desequilibrios acumulados antes de la crisis y una política fiscal menos restrictiva facilitaron un comportamiento más positivo en 2013 de la Comunidad de Madrid, que se ha reflejado claramente en los indicadores utilizados por BBVA Research (2013).

Así, la *Encuesta BBVA* sobre la actividad económica en la región (gráfico 1) y el modelo MICA-BBVA sobre el crecimiento del PIB muestran que la actividad de Madrid dejó de contraerse en el segundo trimestre, y que tanto en el tercer como en el cuarto trimestre habría continuado acelerándose, pudiendo alcanzarse una tasa de crecimiento del 0,4% en el último trimestre del año (1). Esta recuperación es insuficiente para que el conjunto de 2013 refleje una mejora sustancial frente al año anterior. Como ya se ha comentado, en el momento de escribir este artí-

culo la previsión para 2013 es de una contracción del -1,2% pero con expectativas para un comportamiento positivo en 2014.

En 2014 diversos factores justifican que la región retorne a una senda de moderado crecimiento cercana al 1,5%. La recuperación de los principales países europeos continuará siendo un soporte del sector exterior madrileño, y los avances en la corrección de los desequilibrios internos implican que estos supondrán una menor limitación para la demanda nacional. Además, pese a los riesgos sobre el cumplimiento del objetivo de déficit en 2013, que podrían afectar al crecimiento en 2014, el esfuerzo fiscal a realizar será inferior al implementado en los dos años anteriores.

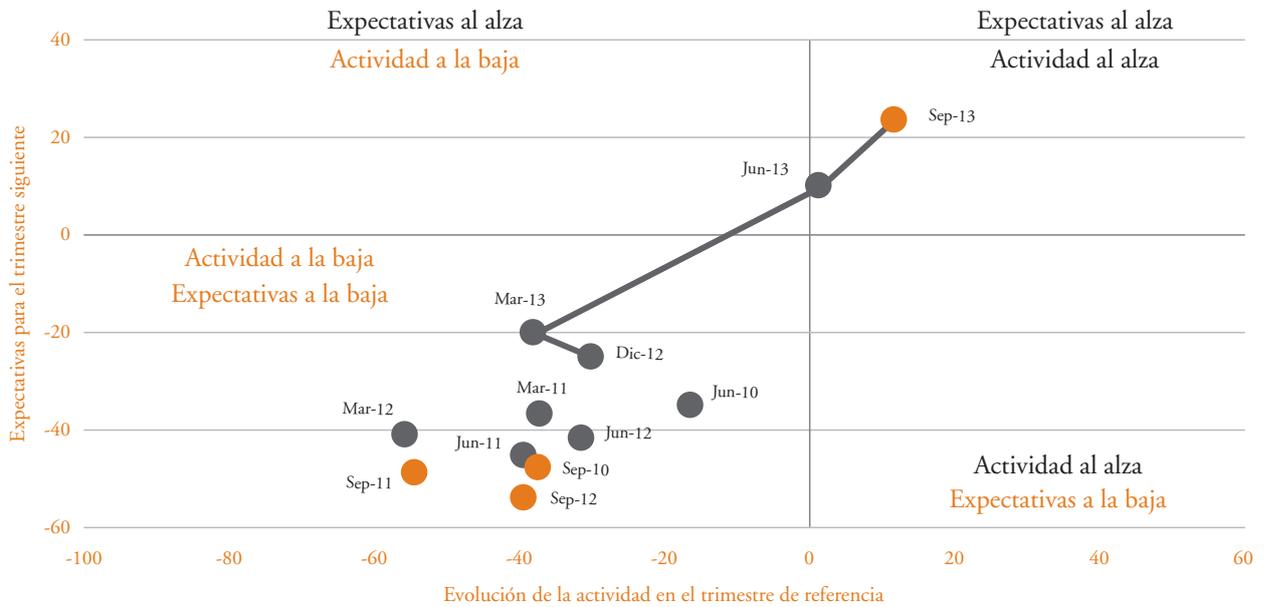
2. El crecimiento mundial y la competitividad impulsan al sector exportador

El sector exterior experimentó un importante crecimiento a lo largo de 2013. En particular, en los doce

Gráfico 1

Encuesta BBVA de actividad económica en la Comunidad de Madrid

Saldos de respuestas extremas, en porcentaje

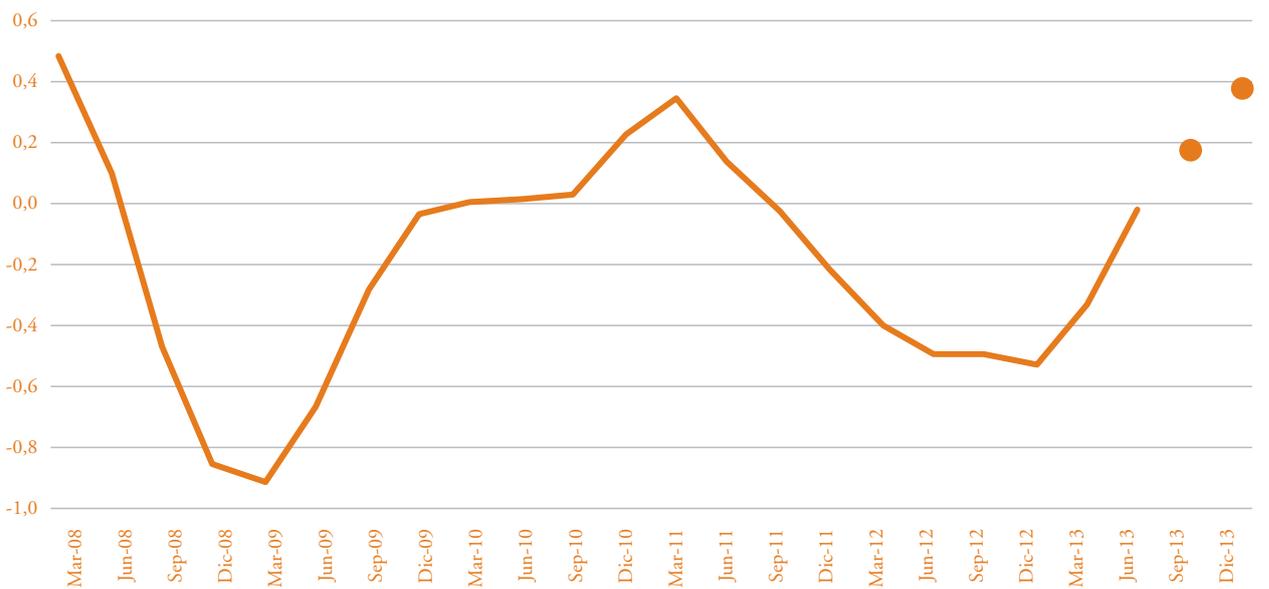


Fuente: BBVA Research.

Gráfico 2

Crecimiento del PIB de Madrid según el Indicador MICA-BBVA

Porcentaje t/t, CVEC



Fuente: BBVA Research.

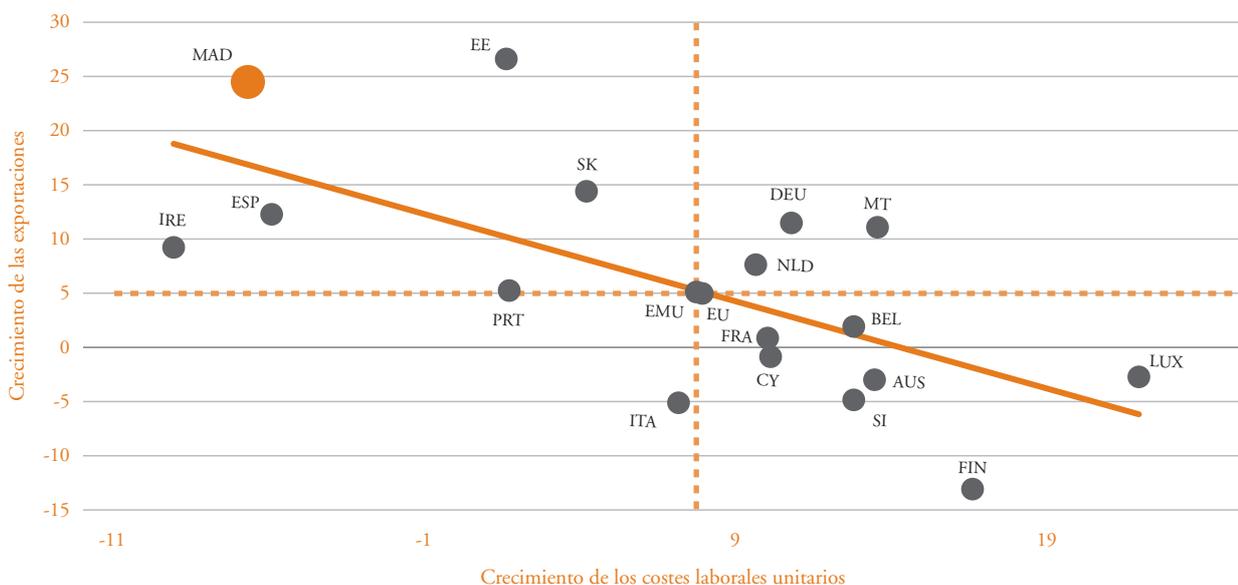
meses transcurridos hasta septiembre de 2013 las exportaciones reales de la región madrileña crecieron un 12,2% (2). En parte, este comportamiento se ha visto favorecido por una evolución excepcional de los bienes de equipo (+39% nominal CVEC a/a en los primeros nueve meses de año), lo que a su vez se ha visto favorecido por el buen comportamiento del sector aeronáutico (+149% en el mismo periodo). Además, esta evolución se apoya en una fuerte diversificación geográfica: las exportaciones madrileñas fuera de la UE alcanzaron, en el primer semestre de 2013, el 48% de las ventas al extranjero y un 15% de ellas se dirigieron a Asia.

Uno de los factores que apoya la positiva evolución del sector exterior madrileño es el ajuste de los costes (gráfico 3). Con todo, Madrid ha experimentado un mayor crecimiento de las exportaciones del que podría haberse esperado solamente como consecuencia de esta contención, por lo que otros factores de índole más estructural, como los relacionados con la mejora de la calidad o la apertura de mercados, pueden haber afectado también a esta positiva evolución.

Otro tanto ha sucedido en el turismo, si bien en un plazo más corto, puesto que este sector se vio favorecido por una buena evolución de las entradas de visitantes hasta el tercer trimestre de 2011, que posibilitó un relativo mantenimiento de los precios hoteleros. A partir de entonces, la aceleración de la caída del tráfico en el aeropuerto de Barajas (-50% en viajeros nacionales desde el inicio de la crisis y -30% en los internacionales) se ha trasladado con dureza al sector hotelero, que ha visto reducirse un 14% las entradas de viajeros en hoteles desde el tercer trimestre de 2011 hasta el tercero de 2013. Aunque parte del tráfico aeroportuario se ha visto compensado con un aumento del tráfico ferroviario, por la mejora de las líneas de alta velocidad, también se observa cómo el sector ha sido capaz de cambiar la relación entre el número de pasajeros en Barajas y el número de pernoctaciones, especialmente en los viajeros internacionales (gráficos 4 y 5), lo que ha sido posible por el fuerte ajuste de precios realizado por el sector (gráfico 6). Como consecuencia, este sector se encuentra ahora en una posición más competitiva, lo que facilitará su recuperación en 2014.

Gráfico 3
Costes laborales unitarios y exportaciones de bienes al extranjero

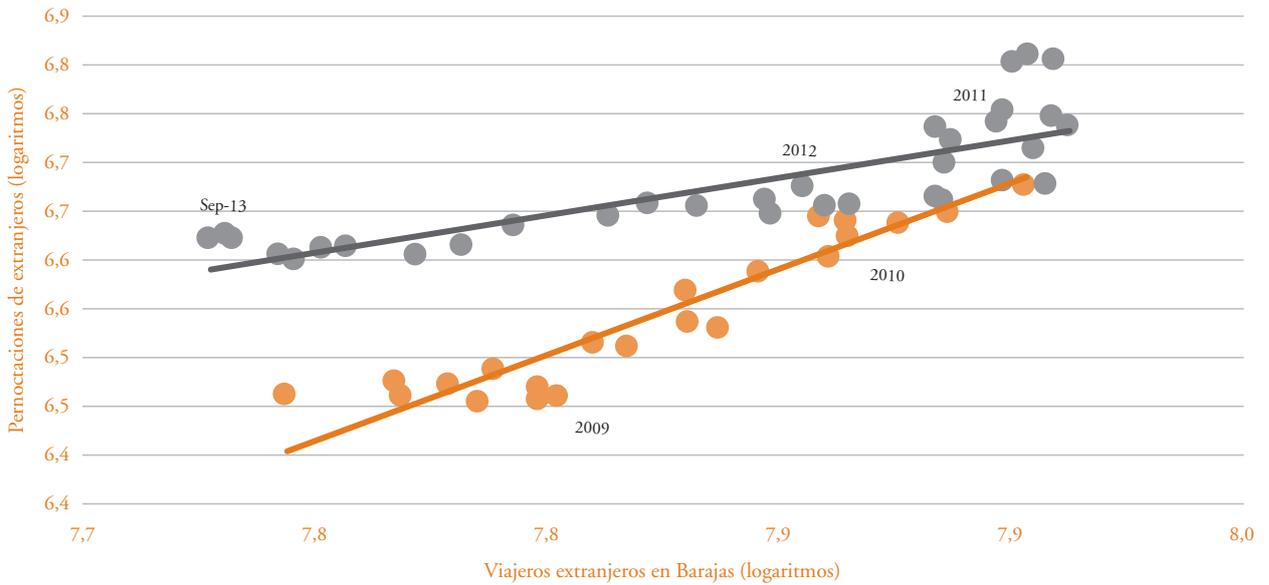
Marzo 2008=100, CVEC, reales



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Economía y Competitividad.

Gráfico 4

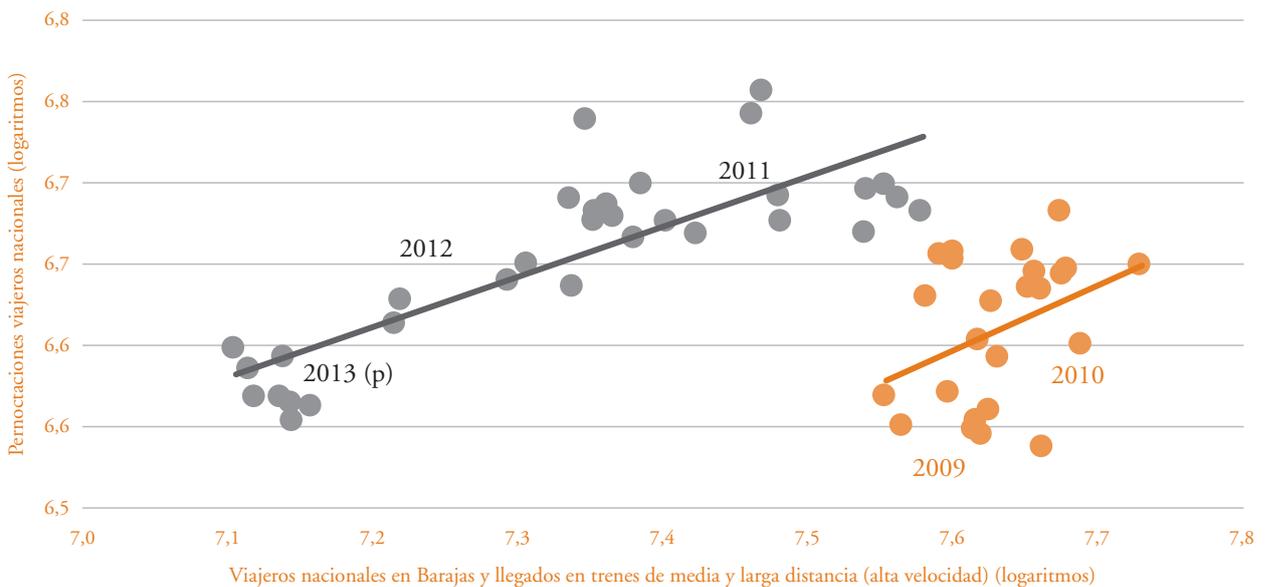
Pasajeros extranjeros en Barajas y pernoctaciones de extranjeros en la Comunidad de Madrid
Logaritmos



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Ministerio de Fomento.

Gráfico 5

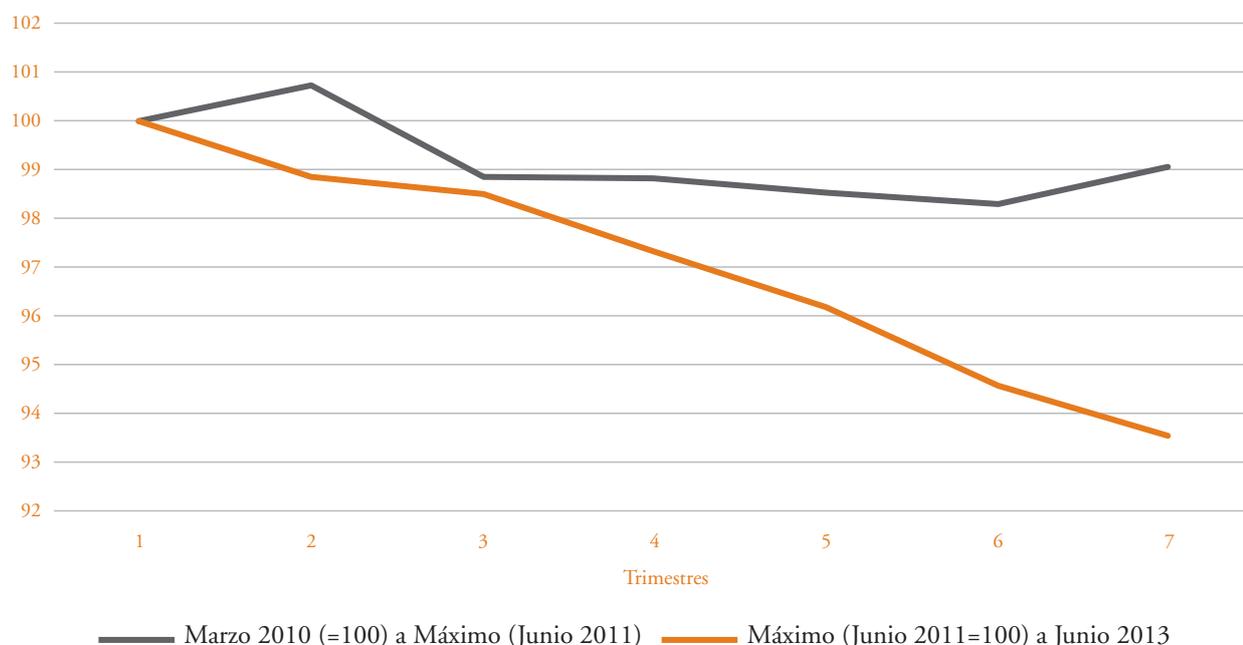
Pasajeros nacionales en Barajas más viajeros de media y larga distancia en alta velocidad y pernoctaciones de turistas nacionales
Logaritmos



Fuente: BBVA Research a partir de INE, RENFE y Ministerio de Fomento.

Gráfico 6**Evolución de los precios hoteleros en la Comunidad de Madrid**

CVEC, reales



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Por otro lado, las compras del exterior de bienes han experimentado un importante retroceso que está asociado a dos factores: la disminución de la demanda interna como consecuencia de la recesión en España y un proceso de sustitución de importaciones que también se ha observado en el conjunto nacional. Este proceso está basado en aumentos de competitividad precio de los productos nacionales y en una mayor respuesta a cambios en los precios relativos. En conjunto, el fuerte crecimiento de las exportaciones y la disminución de las importaciones están generando hasta el momento un proceso de reasignación de recursos hacia una nueva estructura productiva, facilitando una reducción de forma sostenida del déficit de la balanza comercial de bienes.

3. Cambio de tendencia en la demanda interna

En segundo lugar, se observa un cambio de tendencia en la demanda doméstica, que comienza a mostrar ajustes cada vez menos intensos. Este punto de in-

flexión sería el resultado, por un lado, del mencionado dinamismo del sector exterior, que junto con la reducción de la incertidumbre y la mejora que se observa en la posición financiera de las empresas, estaría dando como resultado un entorno más favorable para la inversión y el empleo. En concreto, según la encuesta que BBVA realiza a la red de oficinas en la Comunidad de Madrid, la inversión refleja los mejores resultados desde que se inició en 2010, y concretamente en los servicios acumula ya dos trimestres en los que el saldo de respuestas sobre la inversión en los servicios es positivo. Por su parte, el mercado laboral —tras la ralentización del deterioro durante el primer y segundo trimestres de 2013— reflejaría ya una evolución ligeramente positiva en el cuarto trimestre en términos de afiliación a la Seguridad Social, con un dinamismo similar al del resto de España.

Junto a los determinantes del consumo privado, Madrid parte de una posición algo más beneficiosa en lo referente al desajuste del sector público, tras el esfuerzo realizado en los años anteriores, y con un menor

volumen de deuda que en otras comunidades. Con todo, la consolidación fiscal de 2014 seguirá teniendo efectos negativos sobre el crecimiento económico. No obstante, cabe recordar que el gasto real por habitante neto de intereses se situó en 2012 un 5% por encima del observado en 2003, por lo que debería ser posible mantener el estándar de servicios existente entonces sin necesidad de incrementos adicionales del gasto.

Finalmente, la posición de la Comunidad de Madrid en términos de deuda supone una ventaja, ya que al finalizar el tercer trimestre de 2013 esta se situaba en el 12,1% del PIB regional, 6,8 puntos por debajo de la media de las CC.AA. y casi 8 puntos por debajo del límite de deuda en que las autoridades regionales podrán incurrir en el año 2020. Por tanto, sin perjuicio de la necesidad de mantener la vigilancia sobre la sostenibilidad de las finanzas autonómicas, la posición de Madrid implica una menor necesidad de continuar con las políticas contractivas, cuanto menos en el ámbito autonómico. Hacia delante, por tanto, es previsible que la contribución del sector público a la actividad económica deje de ser negativa antes que en otras comunidades cuyo volumen relativo de deuda más que dobla al de esta región.

4. Menores desequilibrios que facilitan una recuperación más rápida

Por último, para la determinación de las previsiones para 2014 resulta muy relevante la evolución y posición de las regiones frente a los desequilibrios regionales acumulados en el periodo de expansión previo a la crisis y durante ella. Madrid partía de una posición relativamente ventajosa en 2008, con una mejor posición en PIB per cápita, nivel de infraestructuras y capital humano, libertad económica, tasa de paro y apertura de la economía, o una mejor posición de las cuentas públicas autonómicas. Esta ventaja relativa se veía solo parcialmente contrarrestada por unas mayores dificultades de accesibilidad a la vivienda y el mayor nivel de apalancamiento privado. En conjunto, estos factores han facilitado que la región haya sido capaz de absorber más choques negativos con un menor impacto sobre su demanda. Como resultado, entre 2008 y 2013 la Comunidad de Madrid habrá experimentado

una contracción media anual del 0,9% del PIB, cuatro décimas inferior a la experimentada por el conjunto de la economía nacional (-1,3%).

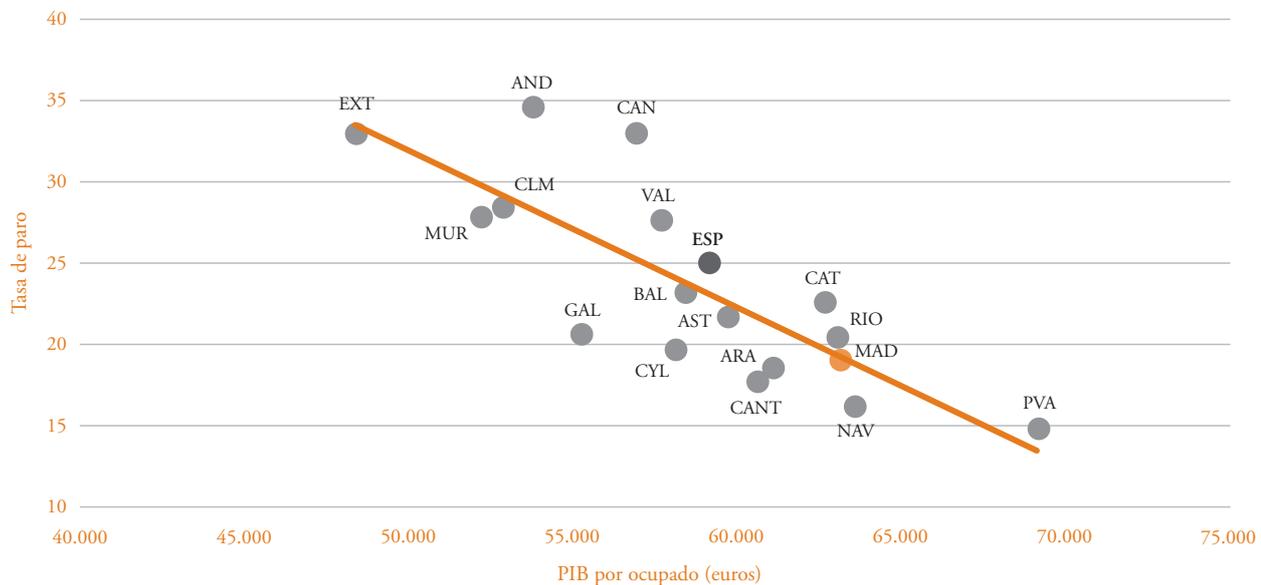
A lo largo de la crisis, algunos de los desequilibrios se han incrementado: la tasa de paro ha aumentado de forma continuada, aunque menos que en la media, el apalancamiento del sector público se ha incrementado de forma notable y el del sector privado se ha reducido solo tímidamente, aunque estos indicadores han mostrado, con todo, un mejor comportamiento que en la media. La accesibilidad a la vivienda ha mejorado, pero su corrección está siendo lenta por la caída de la renta de las familias. El grado de apertura de la economía y la diversificación exterior se han incrementado pero, partiendo de un nivel más elevado, los avances son inferiores a los de otras comunidades.

Finalmente, las variables más estructurales, como el esfuerzo en I+D, reflejan una mayor concentración de este esfuerzo en la comunidad y el avance en las libertades económicas también parece haber sido mayor en la región. En conjunto, por tanto, Madrid habría realizado una mayor corrección de los desequilibrios que el resto de comunidades. En definitiva, el proceso de corrección de los desequilibrios en esta comunidad (dejando a un lado, obviamente, los problemas de desempleo) se encuentra cerca de su finalización, lo que la coloca en una posición ventajosa para recuperarse con mayor rapidez hacia delante.

A medio y largo plazo, el proceso de reformas estructurales debe continuar, puesto que existen distintos equilibrios probables ante los problemas que enfrenta la economía madrileña en este momento. Las diferencias entre las posibles tasas de crecimiento potencial tienen enormes implicaciones sobre el tiempo que tardarán en recuperarse los niveles de empleo previos a la crisis, en la que se han destruido más de 387.000 empleos en la región (utilizando datos de empleo de contabilidad nacional entre 2008 y 2012), casi 13 puntos porcentuales del empleo original. Si suponemos que la productividad del trabajo crece un 0,6% de media, como en España en el ciclo económico completo entre 1992 y 2008, con un crecimiento del PIB del 1,5% se tardarían 14 años a partir de ahora en recuperar el nivel de empleo del tercer trimestre de

Gráfico 7

PIB por ocupado y tasa de paro, 2012



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

2007, 19 años si añadimos los cinco que ya llevamos de crisis. Con un crecimiento del 2,5%, algo menos de la mitad, seis años.

Estas tasas de crecimiento sostenido durante tanto tiempo solo se pueden alcanzar con políticas de oferta adecuadas. Además hay otra razón que las justifica. En contra de lo que buena parte de la opinión pública cree, la productividad no es la causa del desempleo ni el trabajo es un bien fijo y escaso. La evidencia regional en España es concluyente: las CC.AA. con menor productividad del trabajo (30% por debajo de las más productivas) son aquellas con mayores niveles de desempleo (35% frente al 15%). De hecho, las diferencias en productividad explican un 80% de las diferencias regionales en las tasas de paro en 2012 (gráfico 7). Si el problema fuera solo de demanda agregada, las regiones más productivas necesitarían menos empleo para satisfacerla. Por el contrario, la correlación negativa entre productividad y desempleo indica que el problema es principalmente de oferta agregada: la distancia de los salarios reales respecto a los niveles que eliminarían el problema del paro es mayor en las regiones menos productivas. Por lo tan-

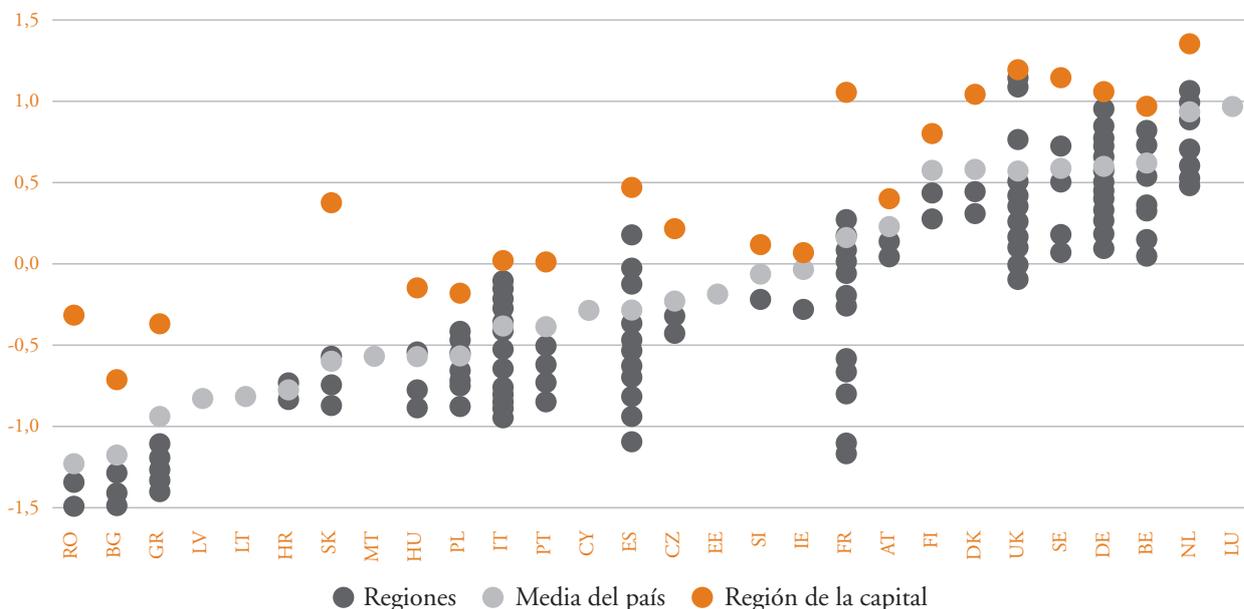
to, son necesarias reformas que incentiven la contratación fija y que mejoren la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo.

En definitiva, la economía madrileña se encuentra en mejores condiciones para que la recuperación incipiente en la que se encuentra de acuerdo con los últimos datos se pueda consolidar en próximos trimestres. Y además, para que la salida de la crisis sea algo más rápida que en la media. Así, es previsible que la actividad en la región se pueda incrementar un 1,5% en el próximo año, es decir, 6 décimas por encima de lo que se espera para el conjunto de España. La mejor posición de la economía regional permite anticipar que a medio plazo las bases están sentadas para un crecimiento superior al de la media española.

Con todo, Madrid debe ir más allá, marcándose como objetivo el de competir con las principales regiones europeas, lo que a su vez generaría efectos de desbordamiento hacia el resto de las regiones españolas y ayudaría a acelerar el crecimiento del conjunto del país. Y para ello los retos a largo plazo son mayores, pues los factores determinantes del crecimiento de Madrid se encuentran por debajo de los de las regiones que

Gráfico 8

Índice de competitividad regional 2013 en Europa



Fuente: BBVA Research a partir de Annoni y Dijkstra (2013).

son líderes en Europa tal y como muestra el gráfico 8. Como puede observarse, España en su conjunto se encuentra en una posición media en 2013 en un indicador europeo que resume 73 variables que determinan la competitividad de las economías, su productividad y su renta per cápita (Annoni y Dijkstra, 2013). Madrid es la región española mejor situada, a la altura de la media de países como Austria, Finlandia, Alemania, Suecia o Reino Unido. Pero también claramente por debajo de las regiones que lideran la UE, de manera que su margen de mejora sigue siendo sustancial para competir con ellas. De ahí la necesidad de continuar el proceso de reformas, buscando una economía más flexible y competitiva en todos aquellos factores que son cruciales para el crecimiento a medio y largo plazo.

NOTAS

(1) La Encuesta BBVA sobre la Actividad Económica se realiza en toda España, a los empleados de la red de oficinas de BBVA, con la estructura de una encuesta de clima empresarial. Para las preguntas en cuestión para cada uno de los sectores son del tipo:

¿cómo considera usted que ha evolucionado la inversión en el sector en el ámbito de influencia de su oficina?, y las respuestas posibles son: ha mejorado, se mantiene y se ha reducido. Para esta comunidad, el número medio de respuestas a lo largo de las distintas oleadas se sitúa en torno a las 230. Véase BBVA Research (2013).

(2) Para el cálculo de las exportaciones regionales en términos reales BBVA Research ha construido Índices de Valor Unitarios (IVUS) regionales a partir de los IVUS nacionales para el conjunto de España y de la estructura exportadora de cada región, que se utilizan como deflatores.

BIBLIOGRAFÍA

Akerlof, G. A. y Kranton, R. E. (2010): *Identity Economics. How our identities shape our work, wages, and well-being*, Princeton University Press, Princeton (Nueva Jersey).

Annoni, P. y Dijkstra, L.(1999): «EU Regional CompetitivenessIndexRCI 2013». JCR Scientific and Policy Reports. European Commission. http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/studies/pdf/6th_report/rci_2013_report_final.pdf.

BBVA Research (2013): Situación Madrid. Segundo Semestre. http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/1311_Situacionmadrid_tcm346-411582.pdf.

LA COMUNIDAD DE MADRID EN LOS MERCADOS

Pablo Lladó

Director General de Mercado de Capitales del Crédit Agricole Corporate & Investment Bank

RESUMEN

La bajada de la prima de riesgo a lo largo de 2013 ha tenido un efecto positivo en la percepción de los inversores internacionales sobre los emisores españoles beneficiando así a las comunidades autónomas. Bajo estas condiciones de mercado, un buen perfil crediticio y una constante labor con inversores, la Comunidad de Madrid ha realizado distintas operaciones financieras por un importe global de 4.285,96 millones de euros en 2013. Entre estas emisiones cabe destacar la transacción realizada en enero por importe de 1.000 millones de euros que representa la *mayor emisión pública jamás realizada por una comunidad autónoma, y además, ha supuesto la vuelta al mercado de deuda de una comunidad autónoma desde marzo de 2012.*

PALABRAS CLAVE

Madrid, Disciplina, Austeridad, Financiación, Éxito.

Tras una compleja primera mitad del 2012, con países europeos intervenidos, una posible ruptura del euro y España en el punto de mira, la rentabilidad del bono soberano a diez años estaba por encima del 7%, las palabras de Mario Draghi en julio de 2012 fueron una bendición. *El Banco Central Europeo —dijo— está preparado para hacer lo que sea necesario para preservar el euro.* En este entorno, la mayoría de comunidades autónomas atravesaban una difícil situación debido a su incapacidad de financiación en los mercados, lo que obligó al Gobierno central a tomar medidas excepcionales como la creación de un Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) para poder atender los vencimientos de intereses y deuda autonómica. No obstante, comunidades como la de Madrid, Galicia, Aragón o País Vasco y Navarra, dada su calidad crediticia, disciplina presupuestaria y la solvencia de sus balances, no tuvieron necesidad de acogerse al FLA. Madrid es una de las pocas comunidades que ha conseguido reducir el déficit de forma sostenida y ello se ha visto reflejado en una menor bajada de *rating* frente al resto de comunidades autónomas.

La bajada de la prima de riesgo a lo largo de 2013 ha tenido un efecto positivo en la percepción de los inversores internacionales sobre los emisores españoles beneficiando así a las comunidades autónomas, incluso a aquellas que han sido rescatadas por el Estado mediante el FLA.

El buen perfil de crédito de la Comunidad de Madrid la dota de la mejor calificación crediticia, únicamente por debajo de Navarra y País Vasco, que gozan de ventajas debido a sus especiales características fiscales, y al mismo nivel que la Junta de Castilla y León. Las agencias de *rating* califican a la comunidad con Baa3 por Moody's, BBB- por S&P y BBB por Fitch. Dicha calificación, fruto de políticas de austeridad, bajada de impuestos y liberalización comercial, ha incrementado de manera masiva la demanda de los inversores permitiendo a la Comunidad de Madrid acudir a los mercados para financiarse a través de operaciones, tanto públicas como privadas, con un volumen de demanda procedente de inversores extranjeros muy elevado sin necesidad de acudir al FLA.

La constante labor de actualización de información y las continuas reuniones con inversores se han visto re-

Cuadro 1**Operaciones de financiación de la Comunidad de Madrid en 2013**

Emisiones y bonos			
Operación	Importe (millones €)	Fecha valor	Vencimiento
Ampliación	1.000	30/01/2013	15/09/2026
Emisión pública	1.000	01/02/2013	01/02/2018
Ampliación	30,5	04/02/2013	21/06/2016
Ampliación	39,5	05/02/2013	15/09/2026
Ampliación	100	06/02/2013	12/03/2020
Ampliación	50	07/02/2013	15/09/2026
Ampliación	50	07/02/2013	12/03/2020
Ampliación	64,6	21/03/2013	21/03/2020
Ampliación	121	03/04/2013	14/02/2017
Ampliación	365	17/04/2013	14/02/2017
Ampliación	40	18/04/2013	12/03/2020
Ampliación	36,062	18/04/2013	17/06/2018
Ampliación	5	24/04/2013	12/03/2020
Préstamo	25	26/04/2013	26/04/2023
Emisión privada	65	30/04/2013	30/04/2024
Ampliación	75,5	07/05/2013	17/06/2018
Ampliación	45	06/05/2013	12/03/2020
Ampliación	21,7	07/05/2013	17/06/2018
Ampliación	75	08/05/2013	12/03/2020
Ampliación	183	10/05/2013	12/03/2020
Ampliación	22	14/05/2013	12/03/2020
Ampliación	28,45	17/05/2013	12/03/2020
Ampliación	17,4	17/05/2013	12/03/2020
Emisión privada	13	20/05/2013	20/05/2024
Emisión privada	21	31/05/2013	31/05/2023
Ampliación	75	19/06/2013	12/03/2020
Préstamo	50,321	19/06/2013	19/06/2023
Ampliación	28,93	20/06/2013	12/03/2020
Ampliación	97	24/06/2013	17/06/2018
Préstamo	250	21/10/2013	21/10/2023
Préstamo	221	31/10/2013	31/10/2020
Préstamo	70	31/10/2013	31/10/2020
Total	4.285,963		

Fuente: Comunidad de Madrid, presentación a inversores noviembre 2013.

compensadas con una gran respuesta en los mercados financieros, y así la Comunidad de Madrid ha conseguido cubrir por anticipado sus necesidades de financiación de 2013, sabiendo aprovechar las oportunidades ofrecidas por el mercado.

En 2013 la Comunidad de Madrid ha realizado distintas operaciones financieras por un importe global de 4.285,96 millones de euros (cuadro 1), entre las que cabe destacar las emisiones que llevó a cabo en enero.

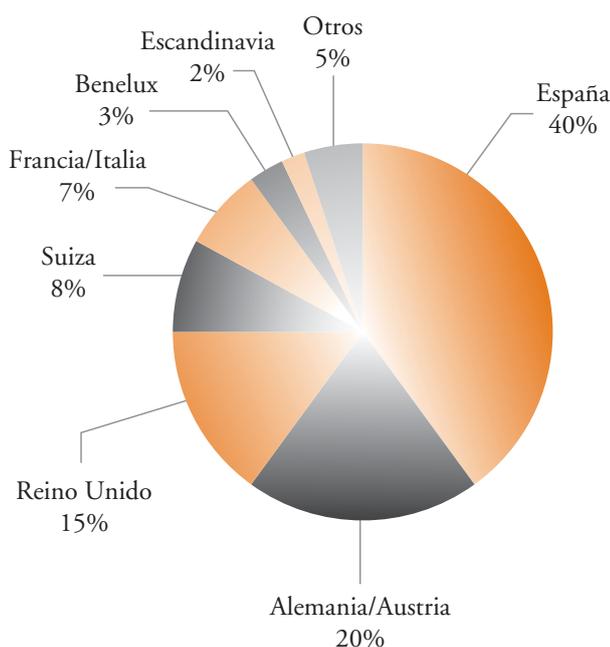
En enero de 2013 la Comunidad de Madrid obtiene una autorización de financiación por valor de 2.270 millones de euros y logra colocar su deuda en el mercado distribuyéndola en diferentes colocaciones y financiándose a un interés igual al que ofrece el FLA pero sin ver limitada su capacidad de actuación económica y presupuestaria.

Así pues, en enero la comunidad realizó una primera operación bilateral (colocación privada) con

una docena de inversores anglosajones por un importe de 1.000 millones de euros a un plazo de trece años con una rentabilidad de 7,13%, lo que suponía solo 203 puntos básicos por encima de la curva de Tesoro español. Posteriormente adjudicó un total de 270 millones de euros a diferentes inversores, con una demanda de 600 millones de euros, mediante bonos con vencimientos en 2016, 2020 y 2026.

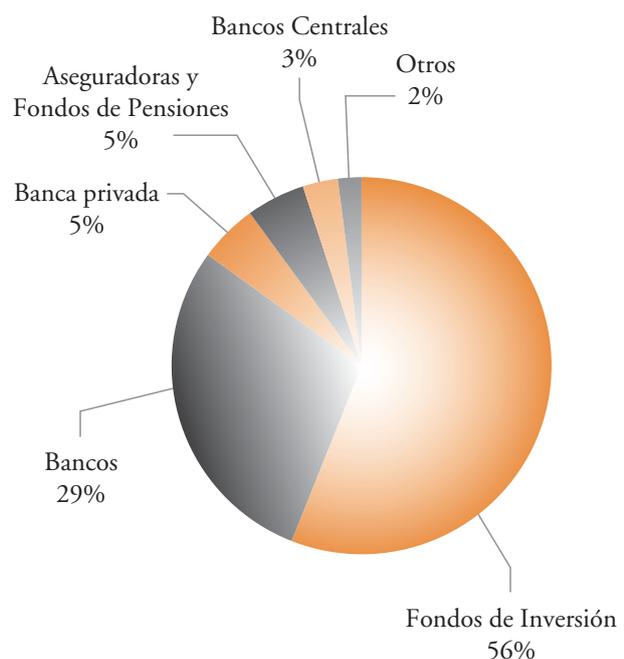
Dada la buena respuesta de los inversores y el favorable tono del mercado tras el éxito de la emisión pública del Tesoro español a diez años lanzada el día anterior, el miércoles 23 de enero, la Comunidad de Madrid anunció la una emisión pública por importe de 1.000 millones de euros destinada a refinanciar distintos vencimientos de su deuda. Esta transacción representa la *mayor emisión pública jamás realizada por una comunidad autónoma, y además, ha supuesto la vuelta al mercado de deuda de una comunidad autónoma desde marzo de 2012*. La demanda, superior a 2.000 millones, permitió revisar el diferencial sobre

Gráfico 1
Distribución geográfica de la emisión pública



Fuente: Comunidad de Madrid, presentación a inversores noviembre 2013.

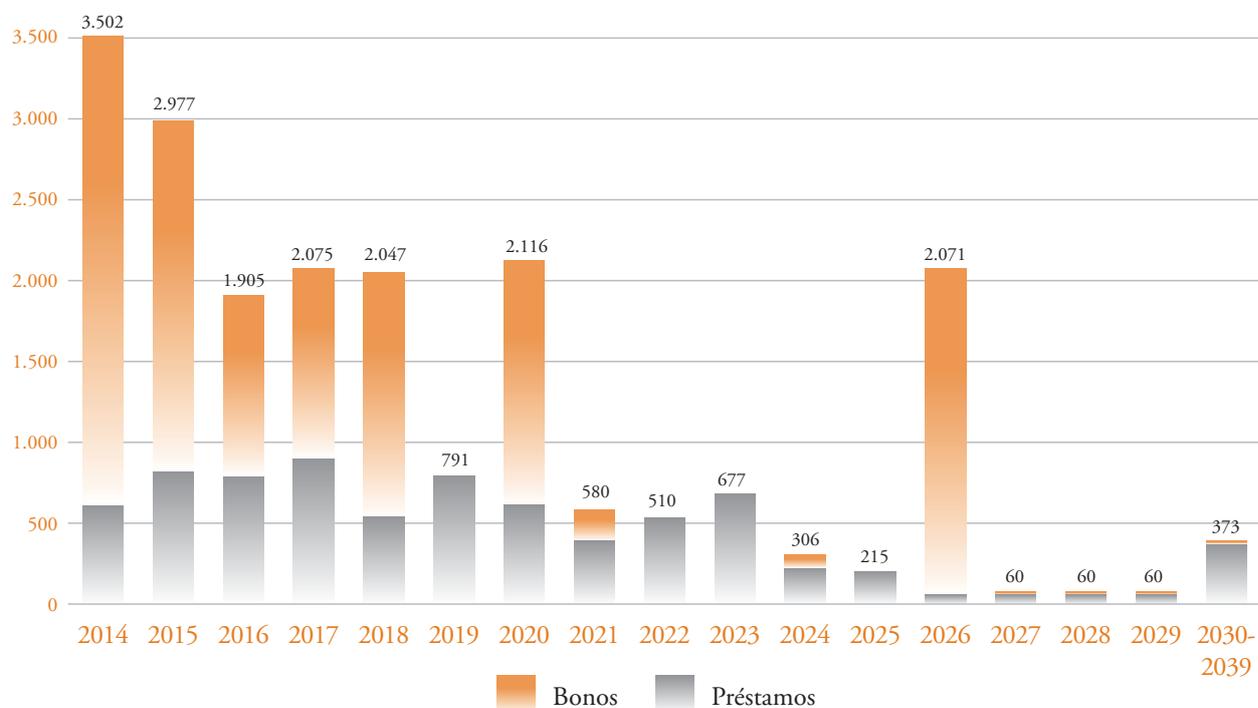
Gráfico 2
Distribución por tipo de inversor de la emisión pública



Fuente: Crédit Agricole Corporate and Investment bank.

Gráfico 3**Operaciones de financiación de la Comunidad de Madrid en 2013**

En millones de euros



Fuente: Comunidad de Madrid, presentación a inversores noviembre 2013.

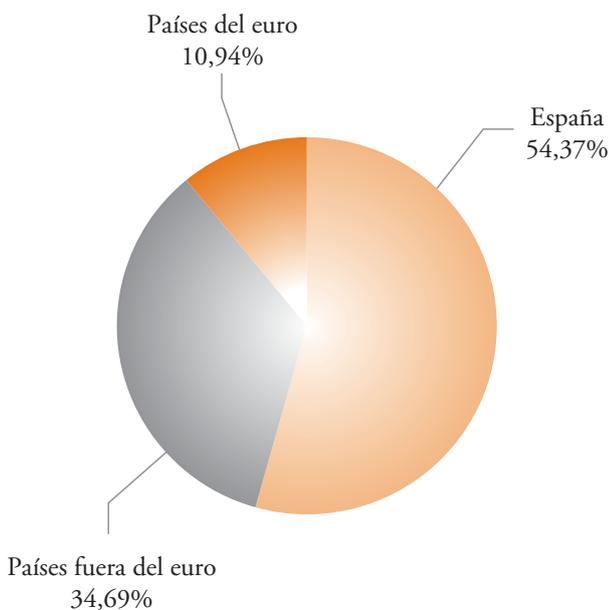
la deuda del Tesoro Español hasta en dos ocasiones diferentes durante la ejecución de la operación. Finalmente, el bono con vencimiento a cinco años se emitió a un diferencial de 190 puntos básicos sobre la curva del Tesoro. Más de 200 inversores participaron en la transacción, donde cabe destacar tanto la alta demanda internacional, con el 60% de la distribución geográfica (ver gráfico 1), como el tipo de inversor, con el 56% de la emisión colocada entre fondos de inversión y en particular fondos estadounidenses, lo que demuestra el cambio en la percepción del riesgo autonómico.

De las reuniones periódicas con inversores cabe destacar las realizadas durante el mes de julio, fecha en que la Comunidad de Madrid realizó un *roadshow* en Londres, Nueva York y Boston, explicando las últimas reformas estructurales y las medidas de ajuste. El *feedback* fue muy positivo, indicando un claro apetito de los inversores por la deuda autonómica,

lo que junto al tono favorable de mercado ha permitido a la comunidad financiar, mediante nuevas emisiones privadas y préstamos bancarios, la cuantía restante hasta obtener el volumen total de 4.285,96 millones de euros.

La deuda total de la Comunidad de Madrid en el segundo cuatrimestre de 2013 es de 22.663 millones de euros, según la última publicación de Banco de España, lo cual supone un 11,8% de la deuda total autonómica, de los cuales 21.916 millones corresponden a la Administración General y los 747 millones restantes pertenecen a otras entidades incluidas de la Administración Pública.

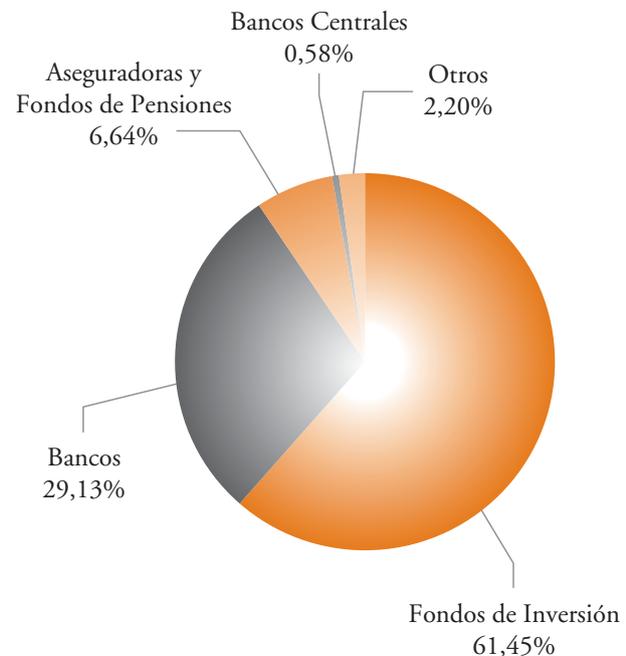
En cuanto a la clasificación de la deuda, cabe destacar una financiación muy diversificada. Por naturaleza, el 55,46% corresponde a bonos emitidos en el mercado de capital y el 44,54% a financiación bancaria. Por tipo de interés, el 71,6% es a tipo fijo, siendo el resto

Gráfico 4**Distribución geográfica de la financiación de 2013**

Fuente: Comunidad de Madrid, presentación a inversores noviembre 2013.

a tipo variable. Por tipo de moneda, la mayor parte de la deuda (96,87%) está denominada de euros, mientras el 3,13% restante en monedas internacionales. Finalmente, por vencimientos, el perfil de la deuda de la comunidad es de largo plazo 98,03%, mientras apenas el 1,97% es a corto. El coste medio de la deuda (bajo control) es de 4%, tan solo 0,24% por encima del coste medio de la cartera de financiación del Tesoro español.

Los vencimientos de deuda de la Comunidad de Madrid en 2013 —cuyo perfil medio es de 5,22 años frente a los 6,34 años de la deuda en circulación del Tesoro español— han sido totalmente cubiertos (gráfico 3).

Gráfico 5**Distribución por tipo de inversor de la financiación de 2013**

Fuente: Comunidad de Madrid, presentación a inversores noviembre 2013.

Los tenedores de deuda de la comunidad financiada en 2013 se caracterizan tanto por su diversidad tanto geográfica (46% de la deuda está en manos de inversores internacionales) como por su tipología, dado que la deuda se distribuye entre diferentes fondos de inversión, instituciones financieras y bancos centrales entre otros (gráficos 4 y 5).

La Comunidad de Madrid es un claro ejemplo de cómo una estricta disciplina profesional y presupuestaria, combinada con una política de comunicación bien diseñada y en coordinación con los distintos actores de los mercados de deuda, permite enfrentar con éxito las condiciones más difíciles de los mercados, como lo demuestra la operación pública concluida a principios de año.

EL TERCER EMISOR PÚBLICO

Javier Guzmán

Director General de Mercado de Capitales de Deuda de Societe Generale Corporate & Investment Banking

RESUMEN

Como consecuencia de la crisis económica en la que nos encontramos desde el año 2008, las necesidades de financiación de los gobiernos han crecido de manera significativa. Han sufrido una caída importante de sus ingresos vía recaudaciones impositivas, han tenido que hacer frente a rescates inesperados en distintas áreas de las economías, a la vez que su gasto social no paraba de crecer.

En paralelo con lo anteriormente descrito, el sistema financiero ha sufrido su propio *via crucis*, incluyendo rescates o apoyos de los gobiernos de cada país a sus bancos. La consecuencia última está siendo una revisión completa de los acuerdos de Basilea, con una mayor exigencia de capital y de liquidez a las entidades bancarias, junto con una regulación más estricta. Esto conlleva una menor capacidad de financiación bancaria.

Todo esto ha tenido una repercusión muy clara en los mercados de capitales y, como veremos a lo largo del artículo, en la presencia de la Comunidad de Madrid como emisor de deuda y su configuración como el tercer emisor del sector público español.

PALABRAS CLAVE

Madrid, Mercados de capitales, Emisor recurrente, Responsabilidad.

1. Evolución de la economía y del mercado de la deuda (antecedentes)

Al inicio de la crisis en 2008, la mayoría de los países de la Eurozona potenciaron políticas de estímulo económico con el fin de enfrentarse a la crisis, provocando por tanto un incremento de sus necesidades de financiación a partir del año 2009. Efectivamente, el salto en términos de financiación del sector público en su globalidad ha sido particularmente importante entre 2008 y 2009, pasando de 829.000 a 1.204.000 millones de euros, y se estima que la cifra ascienda a 1.184.000 millones de euros en 2014.

En algunos países de la Eurozona, la combinación entre el fuerte aumento de las deudas públicas, el crecimiento económico débil (o recesión), y una tasa de paro creciente hizo que la prima de riesgo exigida por los inversores fuera cada vez mayor y, por ende, su coste de financiación. Frente a estos temores, los Estados tuvieron que cambiar de política, pasando de una política expansiva del gasto público a una política de austeridad, llevando a un incremento de los impues-

tos, restricción de presupuesto, lo que a su vez trajo una mayor tasa de paro.

Para algunos países, en concreto Grecia, Irlanda y Portugal, la situación de apalancamiento y el elevado coste de financiación fue tan importante que tuvieron que solicitar el rescate a la troica compuesta por la Unión Europea, el BCE y el FMI, comprometiéndose estos países a una política de austeridad rigurosa y una mayor dependencia con respecto a sus acreedores.

Las crecientes necesidades de financiación del sector público junto con la contracción de la actividad de préstamos bancario por temor a la crisis y los requisitos más exigentes en cuanto al capital regulatorio de los bancos, han provocado un fuerte trasvase de la financiación hacia los mercados de capitales de deuda.

Este proceso no ha sido exclusivo de un país o región, sino más bien un proceso a nivel de las principales economías del mundo. Y, a su vez, no exclusivo de los gobiernos de cada país, es decir, ha afectado también a gobiernos regionales y municipales de cada país.

Cuadro 1**Necesidades de financiación 2014**

Sector	Volumen de emisión en 2008 (Mill. €)	Volumen de emisión en 2009 (Mill. €)	Volumen de emisión en 2010 (Mill. €)	Volumen de emisión en 2011 (Mill. €)	Volumen de emisión en 2012 (Mill. €)	Volumen de emisión en 2013 (Mill. €)	Volumen de emisión estimado en 2014 (Mill. €) (*)	Evolución 2013-2014 (%)
Soberanos (**)	689.000	957.000	983.000	856.000	877.000	924.040	890.000	-3,7%
Subastas soberanas	601.000	783.000	862.000	792.000	796.000	776.500	752.000	-3,2%
Sindicaciones soberanas (**)	88.000	174.000	121.000	64.000	79.000	147.480	138.000	-6,4%
Agencias & Supranacionales	114.000	176.000	112.000	235.000	275.000	217.390	227.600	4,7%
Autoridades locales	26.000	54.000	58.000	65.000	61.000	62.400	66.295	6,2%
Total sector público	829.000	1.187.000	1.153.000	1.156.000	1.213.000	1.203.830	1.183.895	-1,7%
Total sector corporativo	152.000	289.000	158.000	131.000	246.000	253.500	260.000	2,6%
Total sector financiero	348.300	437.100	399.900	395.000	397.000	339.630	330.000	-2,8%
Total	1.329.300	1.913.100	1.710.900	1.682.000	1.856.000	1.796.960	1.773.895	-1,3%

(*) Incluye los BTP de Italia.

(**) A 13/01/2014.

Fuente: SG Analytics.

Además, los tipos de interés así como los niveles de tipos *swaps* han ido bajando desde este momento hasta llegar a un nivel históricamente bajo en 2012, favoreciendo también la financiación no bancaria por parte de emisores de los diferentes sectores. De hecho, entre 2008 y 2013 los tipos *swaps* a diez años en euros han pasado de más del 5% a menos del 2% y el tipo Euribor 3 meses ha pasado de más del 5% a menos del 0,3%.

Otro punto crucial para entender la evolución del mercado de capitales durante este año 2013 fue el anuncio por parte del gobernador del BCE, Mario Draghi, del apoyo incondicional al EURO, incluyendo la posibilidad de activar mecanismos de recompra de deuda soberana de los países europeos.

A título ilustrativo, España se financiaba a alrededor de 7,6% en el plazo de diez años en julio de 2012 y en estos momentos al 4,1%.

Al igual que el Tesoro Público, las agencias y comunidades autónomas españolas han visto sus necesidades

de financiación crecer de manera significativa. Algunas de ellas se han convertido en emisores recurrentes en los mercados de deuda.

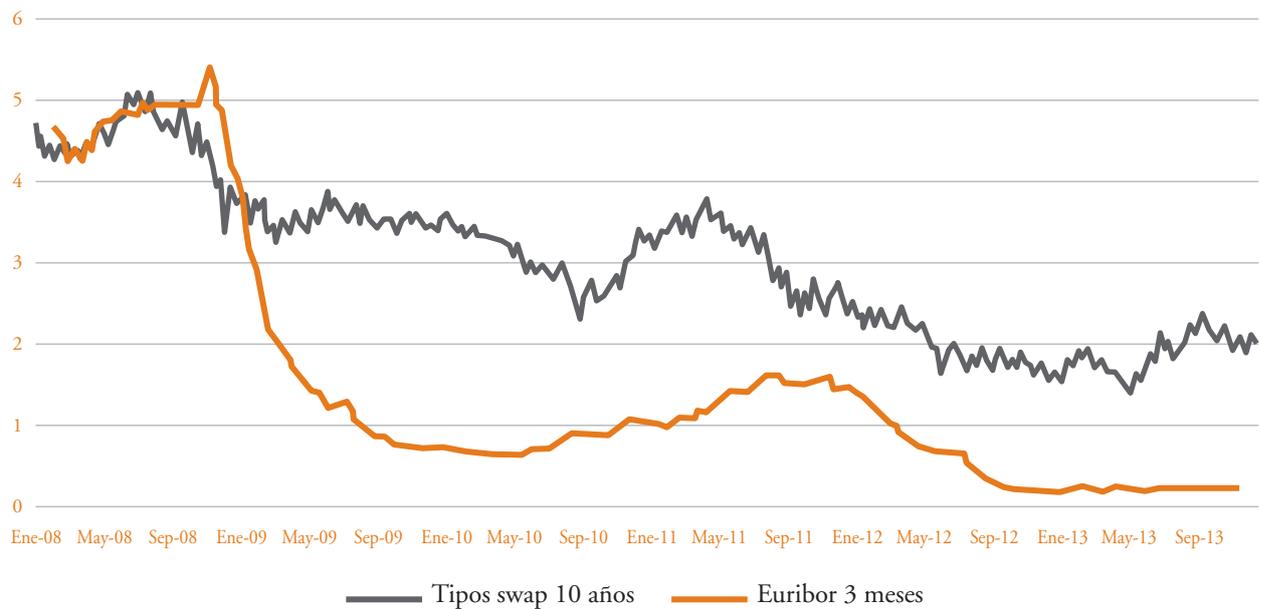
2. Los mercados de capitales en 2013

Desde principios de este año los mercados de capitales han evolucionado de forma particularmente positiva, permitiendo a todo tipo de emisores financiarse a costes relativamente bajos y, por tanto, atrayendo a un número cada vez más importante de inversores, tanto domésticos como internacionales. Efectivamente, las primas de riesgo soberanas en Europa y el riesgo de crédito global se han estrechado significativamente a lo largo de este año (-158bp para la prima española y -30bp para el Itraxx Main, medida de riesgo de emisiones corporativas investment grade) y, lógicamente, los Estados han podido financiarse a costes más favorables, reduciendo la rentabilidad soberana (-112bp en el coste de financiación España a diez años). Además, estas condiciones favorables en los mercados de

Gráfico 1

Tipos swap a 10 años y Euribor 3 meses

Datos en porcentaje

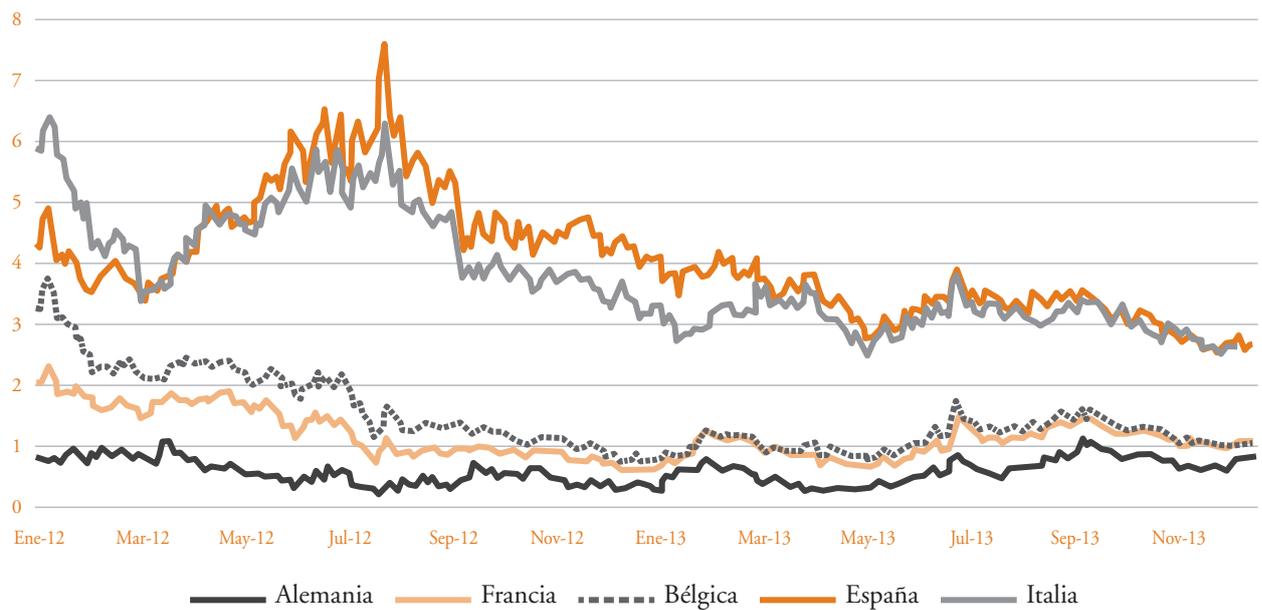


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

Rentabilidades de soberanos a 5 años

Datos en porcentaje



Fuente: Bloomberg.

deuda se trasladaron también a los mercados de renta variable que crecieron con fuerza a lo largo de este año (+10% para el IBEX 35).

Sin embargo, los mercados de capitales han conocido, a lo largo del año, unos momentos de volatilidad debido principalmente a cuatro eventos en concreto. El primero ha sido el anuncio por Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal americana, de su decisión de reducir su apoyo a la economía vía una reducción del programa de recompra de activos de la FED. El segundo fue provocado por el riesgo de una intervención militar en Siria, el cual se hacía más importante a medida que se encontraban pruebas de uso de armas químicas en el país. Luego, la incertidumbre en cuanto a la situación política en Italia provocada por la decisión de los ministros del partido de Berlusconi de dimitir del Gobierno de Enrico Letta creó cierta inestabilidad en el mercado europeo de deuda. Por último, el shutdown de las instituciones públicas estadounidenses por no llegar a un acuerdo sobre el presupuesto tuvo un impacto en los mercados. Pero

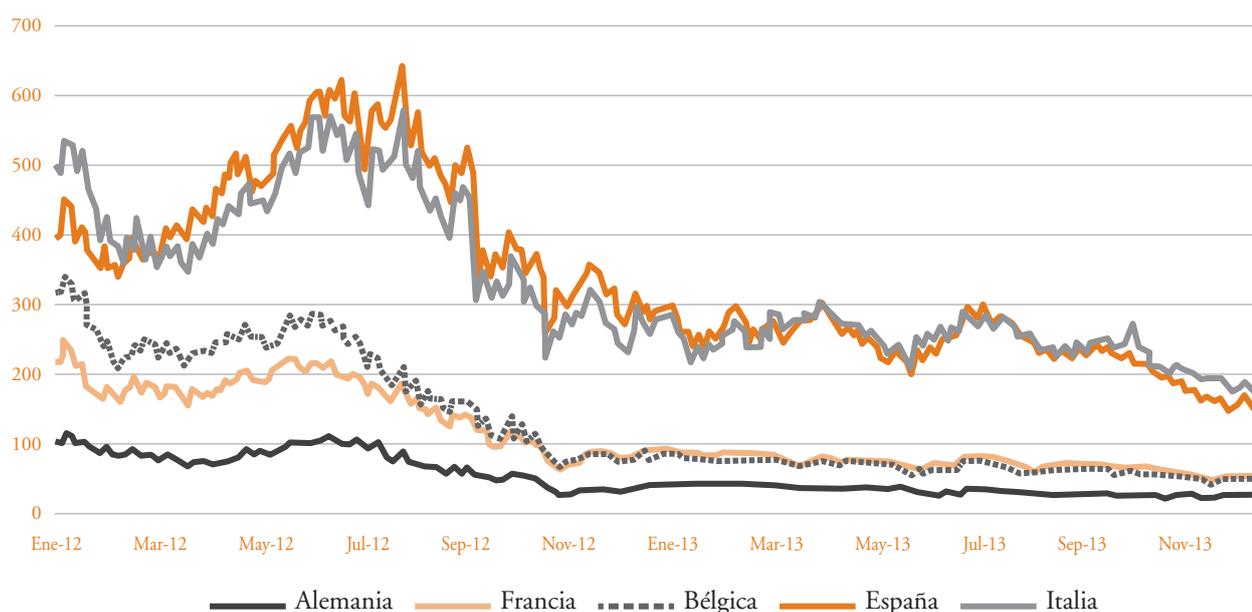
cabe mencionar que estos eventos provocaron más bien un repunte de volatilidad pero no el cierre del mercado como se pudo ver en el 2012.

En 2013, el volumen global emitido vía bonos en España ha sido significativamente superior al volumen del año anterior, con un total de 91.000 millones de euros entre los tres sectores (sector público, sector corporativo y sector financiero) (a 4 de diciembre de 2013), lo cual representa un incremento del 24% frente al 2012. Este año, las emisiones de bonos en España se han caracterizado por unos plazos más largos (básicamente a 7/10 años) y por una demanda inversora muy superior (libros significativamente sobresuscritos) gracias a la mejoría global en los mercados y en la mejor percepción de España por parte de los inversores.

Durante el año, de forma general los emisores adoptaron la estrategia de anunciar primas de nueva emisión que se vieron fuertemente reducidas debido a la fuerte demanda inversora. El comportamiento muy positivo de las emisiones en el mercado secundario, traducié-

Gráfico 3 CDS de soberanos a 5 años

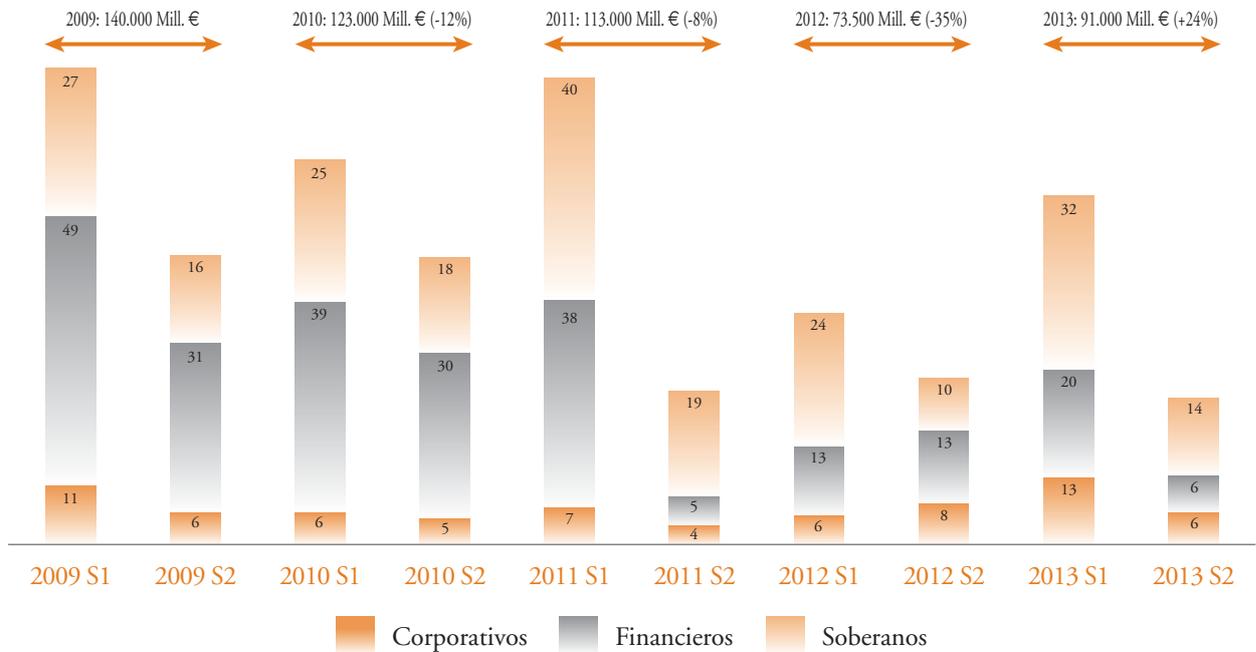
Datos en bp



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4**Volúmenes de emisión de bonos en España desde 2009**

Datos en porcentaje



Fuente: Dealogic.

dose por un fuerte estrechamiento de los *spreads* (más de 254bp para el último bono emitido por la Comunidad de Madrid) también ha sido un claro indicador de un mercado favorable a los emisores.

Gracias a estas condiciones favorables en los mercados de capitales, se han realizado este año transacciones que habían sido más escasas en años anteriores, tales como la emisión en dólar del Reino de España o como las dos emisiones de deuda híbrida corporativa por parte de Telefónica e Iberdrola, las emisiones de deuda subordinada realizadas por BBVA, Banco Popular y CaixaBank, así como las emisiones inaugurales de Ferrovial, Prosegur y Madrileña Red de Gas, entre otros.

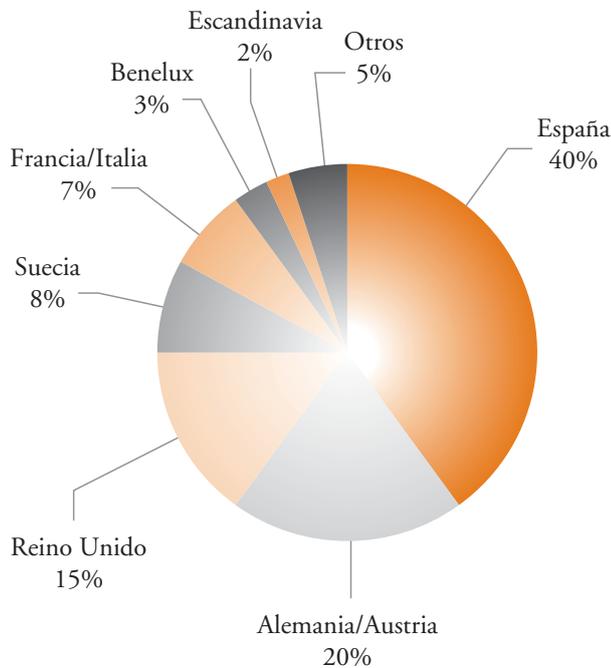
En cuanto al mercado primario del sector público español en euros, se han realizado 14 emisiones sindicadas *benchmark* por un importe global de 34.650 millones de euros, incluyendo el Tesoro español, el cual ejecutó cuatro emisiones sindicadas por un importe total de 21.500 millones de euros (62% del total) frente a una sola transacción de este tipo el año anterior.

Este mayor volumen emitido vía emisiones sindicadas confirma la tendencia de mejora en los mercados de capitales, lo que se ha traducido por unos costes más favorables, y en la percepción de la deuda española por parte de los inversores.

Estas operaciones permitieron al Tesoro finalizar su programa de financiación del 2013 más pronto que el del año anterior.

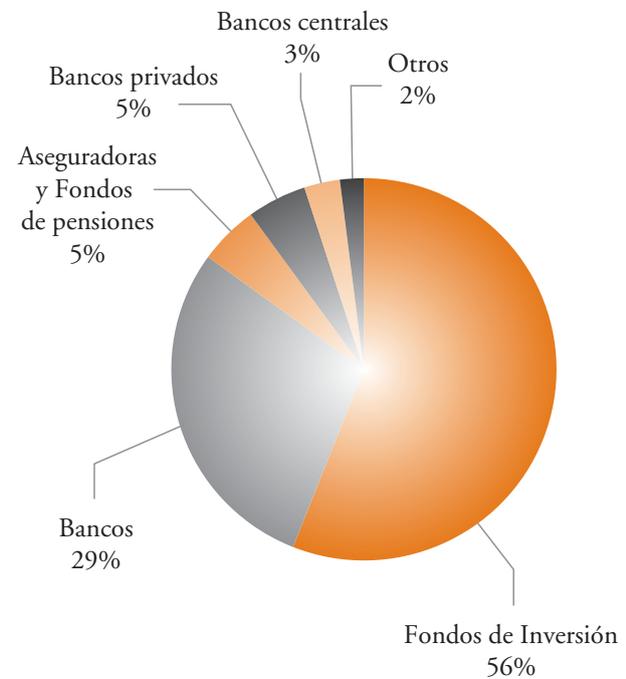
Por su parte, la Comunidad de Madrid realizó una emisión sindicada a cinco años por un importe de 1.000 millones de euros, la cual representa el mayor importe jamás colocado por una región española en una emisión sindicada de bonos y la única operación de este tipo realizada por una región este año. Con un libro de órdenes de 2.100 millones de euros, la operación fue más de dos veces sobre suscrita e involucró a más de 200 cuentas inversoras. Las cuentas fueron de alta calidad y la diversificación, tanto geográfica como por tipo de inversores, fue importante, con un 60% de cuentas internacionales y más de un 60% de

Gráfico 5
Distribución por geografía



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Distribución por tipo de inversores



Fuente: Bloomberg.

inversores *buy and hold* involucrados. Los siguientes representan la distribución geográfica y por tipo de inversor de la emisión a cinco años de la Comunidad de Madrid realizada el pasado mes de enero.

3. El tercer emisor público

Como no puede ser de otra manera, la Comunidad de Madrid se ha visto afectada por todo lo anteriormente mencionado. Y es por ello que entendió hace tiempo la importancia de prepararse para convertirse en un emisor recurrente de deuda en los mercados de capitales.

Hasta 2008 sus necesidades de financiación habían sido bajas y, a la vez, sus fuentes de financiación estaban concentradas en un grupo pequeño de bancos, muchos de los cuales han tenido que ser rescatados, tales como Dexia, Depfa, etcétera.

Por otro lado, la Comunidad de Madrid es plenamente consciente que estas nuevas necesidades de financiación, mucho más elevadas que las que tenía hasta el

2008, y la casi desaparición de su base inversora tradicional, requería un enfoque completamente distinto, que le permitiera ampliar de manera sensible su base inversora, es decir, sus fuentes de financiación.

La implementación de las normas de Basilea III por los bancos y aseguradoras impone un marco regulatorio más estricto para las instituciones financieras, lo cual restringe la capacidad de préstamo de los bancos y encarece su coste al exigir más y mejor capital. La reducción de la financiación bancaria provocada por la aplicación de Basilea III junto con las crecientes necesidades de financiación de la Comunidad de Madrid es otro factor que empuja a Madrid a acudir mayoritariamente a los mercados de capitales de deuda para financiarse.

Durante el año 2014, estimamos que la Comunidad de Madrid tendrá que acudir a los mercados de capitales a buscar financiación para un importe aproximado de 5.700 millones de euros. Por volumen, será el tercer mayor emisor del sector público español, solo por detrás del Tesoro Público y del ICO.

Ser emisor frecuente y de referencia le permitirá:

- Acceder a una base de inversores más amplia y diversificada (geográficamente y por tipo de inversor), lo cual facilita el acceso a la financiación en tiempos difíciles.
- Conseguir unos costes de financiación competitivos.
- Construir un perfil de amortización más fácil de gestionar.
- Flexibilizar su acceso a la financiación.

Además, el peso de la economía de Madrid en el conjunto de la economía española es un punto muy importante, pues representa ya casi el 20% del total del PIB español.

La Comunidad de Madrid tenía que convertirse en emisor recurrente y no en uno cualquiera, si no en el tercero mayor del sector público español, con la responsabilidad añadida de que si a Madrid le va bien en los mercados de capitales, tiene un impacto positivo en el resto de los emisores públicos de España, empezando por el Tesoro y llegando al resto de las comunidades autónomas.

Para ello, entre otros puntos, creemos que es importante:

- Cumplir con sus objetivos de déficit. Este punto es fundamental pues uno de los aspectos más apreciados por los inversores ha sido el rigor presupuestario mostrado por la Comunidad de Madrid en estos años.
- Reformas encaminadas de dinamizar la economía de la región y reducir el peso del sector público en la economía de la misma.

- Establecer y mejorar las condiciones para la creación de nuevas empresas o de empresas de fuera de la comunidad que quieran establecerse en Madrid. Esto ha ayudado a Madrid a ser la comunidad con la economía más dinámica de España y de las que menos ha sufrido en cuanto a las tasas de desempleo.

- Estrategia activa de comunicación con los inversores. Todas estas reformas, medidas, noticias, etc que se van desarrollando en Madrid tienen un impacto económico en la comunidad que hay que explicar a los inversores. Estos, cuanto más conocen a Madrid en todos sus aspectos, más seguros se sienten en sus inversiones.

- Construir una curva con bonos a plazos de referencia para facilitar el proceso de fijación de precio y *benchmarking* a los inversores.

- Proporcionar la liquidez tan apreciada por los inversores en el mercado secundario de renta fija a través de sus emisiones de bonos *benchmark* y la posterior reapertura de las mismas hasta alcanzar unos saldos vivos altos.

En este momento podemos decir que la Comunidad de Madrid se ha convertido de facto en el tercer principal emisor del sector público español y ha conseguido crear una base inversora amplia, que conoce bien a la comunidad y que durante 2013 ha permitido a la Comunidad de Madrid financiar sus necesidades de una manera regular. La mejor prueba de ello fue la anteriormente mencionada emisión pública llevada a cabo a principios de 2013.

FINANCIACIÓN DEL TEJIDO PRODUCTIVO EN LA COMUNIDAD DE MADRID

Manuel Iturbe

Director Territorial de Madrid del Banco de Santander

RESUMEN

La financiación de las empresas españolas, y de las madrileñas en particular, ha sufrido cambios que obedecen a la adaptación a una nueva situación económica. Las empresas han reestructurado el peso de las distintas fuentes de financiación a las que recurren, al tiempo que han avanzado en un cambio del modelo productivo. El recurso al crédito bancario se ha ido reduciendo. Las empresas han aprovechado esta nueva situación para sanear sus balances y reducir su volumen de endeudamiento, y han alcanzado capacidad de financiación. Las tendencias son a una vuelta a la estructura tradicional, partiendo de unos balances empresariales más saneados, lo que debería favorecer que se inicie un proceso inversor y de crecimiento del tejido productivo en los próximos años.

PALABRAS CLAVE

Tejido productivo, Inversión productiva, Tejido exportador, Comunidad de Madrid, Financiación empresarial, Crédito bancario, Financiación propia, Inversiones directas extranjeras.

Tras su entrada en la Unión Europea la economía española disfrutó durante un largo periodo de tiempo de financiación estable y relativamente barata. La pertenencia a la Eurozona permitió rebajar los costes significativamente, ya que el país contaba con un elemento añadido que ampliaba su credibilidad ante los inversores.

La crisis financiera internacional del año 2008 y, posteriormente, la crisis de confianza respecto al euro, detuvieron el flujo de financiación normal hacia nuestro país cuyo endeudamiento exterior había crecido sustancialmente, lo que dio lugar a un periodo de ajuste en la inversión productiva en España, un cambio en el modelo productivo (enfocándolo hacia el sector exterior) y una revisión en el patrón de financiación de nuestras empresas.

El tejido empresarial atraviesa por una etapa de renovación y las empresas de la Comunidad de Madrid participan con intensidad de este proceso. Ahora que se augura una recuperación económica pueden aflorar las fortalezas conseguidas durante estos años.

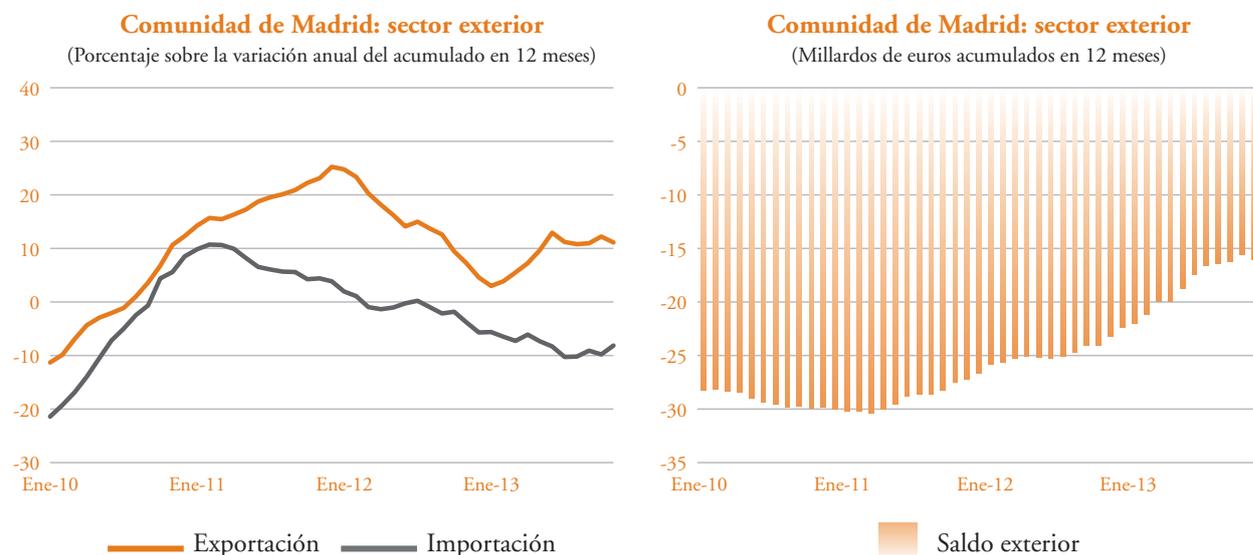
1. Tejido productivo en la Comunidad de Madrid: se impone un cambio de modelo

La crisis financiera internacional del año 2008, la posterior crisis de confianza en el euro y el fuerte aumento del endeudamiento, especialmente en algunos sectores, agravaron la falta de financiación de nuestro país. La reasignación eficiente de la financiación hacia sectores que nos permitieran crecer a un ritmo sostenido se convirtió en una necesidad. Había que realizar cambios estructurales profundos en la economía española: i) a través de la generación de capacidad de financiación suficiente para inducir una reducción en la deuda externa (que se situaba en términos netos en el 95% del PIB); y ii) lograr una reasignación de factores hacia la producción de bienes exportables, algo que hay que hacer sin el recurso a la depreciación del tipo de cambio nominal, inviable en un área monetaria, a través de ajustes en los precios relativos y en reformas estructurales.

Después de unos años difíciles, las reformas acometidas están dando sus frutos, poniendo las bases para la mejora de la situación económica que ya se está reflejando en algunos indicadores.

Gráfico 1

Sector exterior en la Comunidad de Madrid



Fuente: ICEX, febrero 2014.

En el conjunto de la economía española se observa un cambio en la importancia relativa de la demanda exterior de nuestros productos —la importancia del sector exterior pasó de un 27% a un 34% en 2013—, cambio que también encontramos en la Comunidad de Madrid.

La Comunidad de Madrid supone el 18% del PIB de España (en términos corrientes), lo que la sitúa como la segunda región más importante en producción dentro del total nacional, tras Cataluña con un peso del 18,7%.

La estructura del tejido productivo en la Comunidad de Madrid ha ido cambiando en este periodo (2008-2013). El sector primario se ha mantenido estable, con un papel marginal —en el entorno del 0,1% del VAB—. El sector industrial también ha mantenido su peso, 10,8% del VAB *vs* 10,7 en 2008). Los cambios se han localizado en la construcción y los servicios: mientras que la construcción pasa del 11,5% del VAB en 2008 al 7,2% actual, los servicios alcanzan el 82% en 2012 desde el 77,6% de 2008. En relación con la media española, la economía de la Comunidad de Madrid está más sesgada hacia los servicios.

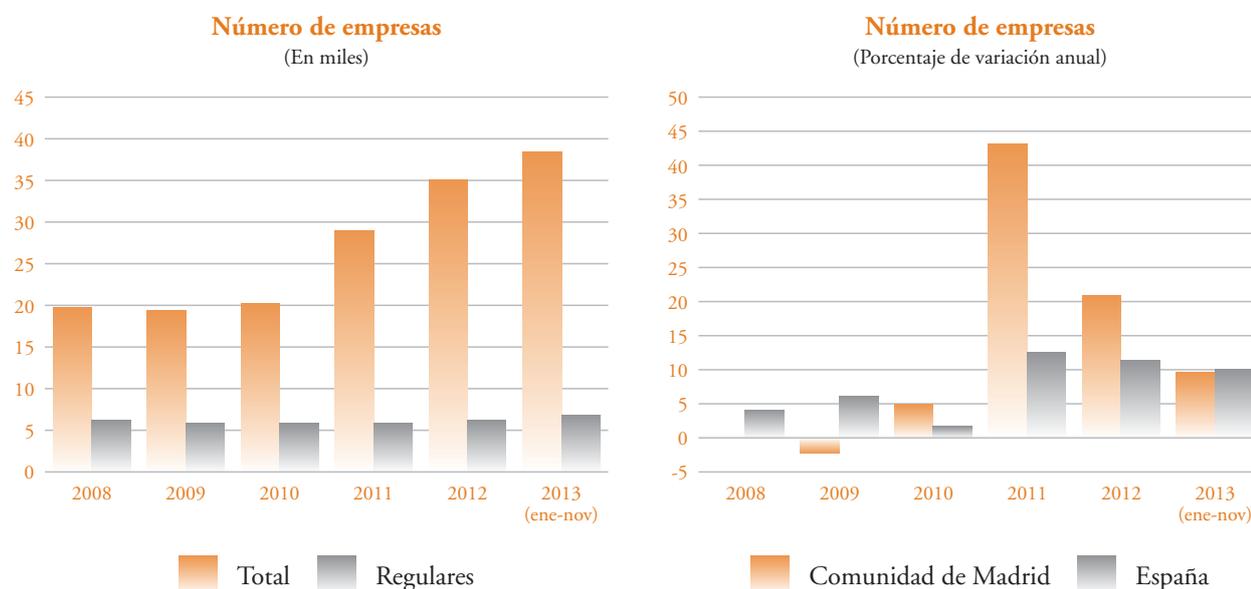
Este cambio sectorial ha ido acompañado por un aumento del tejido exportador. Esto se observa en la importante mejoría que ha ido registrando el déficit comercial como consecuencia del sustancial aumento de las exportaciones y la notable reducción de las importaciones —lo que ha ampliado la brecha entre ambos flujos—. Esta dinámica es común al conjunto de España, si bien cabe resaltar que el ritmo de crecimiento de las exportaciones madrileñas ha sido superior al de la media española (gráfico 1).

Esta positiva evolución de las exportaciones se entiende por la reducción de los precios relativos, a través de la contención de costes y márgenes, de manera que ya se ha logrado ganar en competitividad y la tendencia sigue siendo ascendente. Se está avanzando también en la diversificación geográfica: la Unión Europea suponía el 59% de las ventas al exterior de la Comunidad de Madrid en 2009, cuota que ha menguado a menos del 55% en la actualidad, gracias al fuerte aumento de la exportación a las economías emergentes.

El aumento de la presencia internacional de las empresas madrileñas se ha reforzado por el notable in-

Gráfico 2

Empresas exportadoras en la Comunidad de Madrid



Fuente: ICEX, febrero 2014.

crecimiento del número de compañías que venden sus productos en el exterior, lo que supone un gran avance en la base exportadora de la comunidad, con una significativa presencia de pymes (empresas que exportan menos de 25.000 euros). Si en 2008 había cerca de 20.000 empresas, en 2013 son más de 38.000. Hay que señalar que esta progresión está siendo mucho más intensa en la Comunidad de Madrid que en la media de España (las empresas exportadoras crecieron en Madrid en 2011 un 43% *vs* 12,5% de España y en 2012 un 20,9% *vs* 11,4% en España). Además, las empresas que han buscado nuevos mercados en el exterior lo han hecho con una vocación de permanencia, como demuestra el aumento que recientemente está registrando el número de empresas que exportan de forma regular, cuyo crecimiento en la Comunidad de Madrid es superior a la media española (10,6% interanual *vs* 7,3% en España) (gráfico 2).

Como hemos visto anteriormente, la estructura productiva de la Comunidad de Madrid está muy escorada hacia los servicios, y los indicadores referentes al sector exterior que hemos comentado solo incluyen las exportaciones de bienes. Por ello cabe presumir

que, a poco que se añadan las empresas exportadoras de servicios, el cambio de modelo hacia un mayor peso del sector exterior se está produciendo aún con más intensidad.

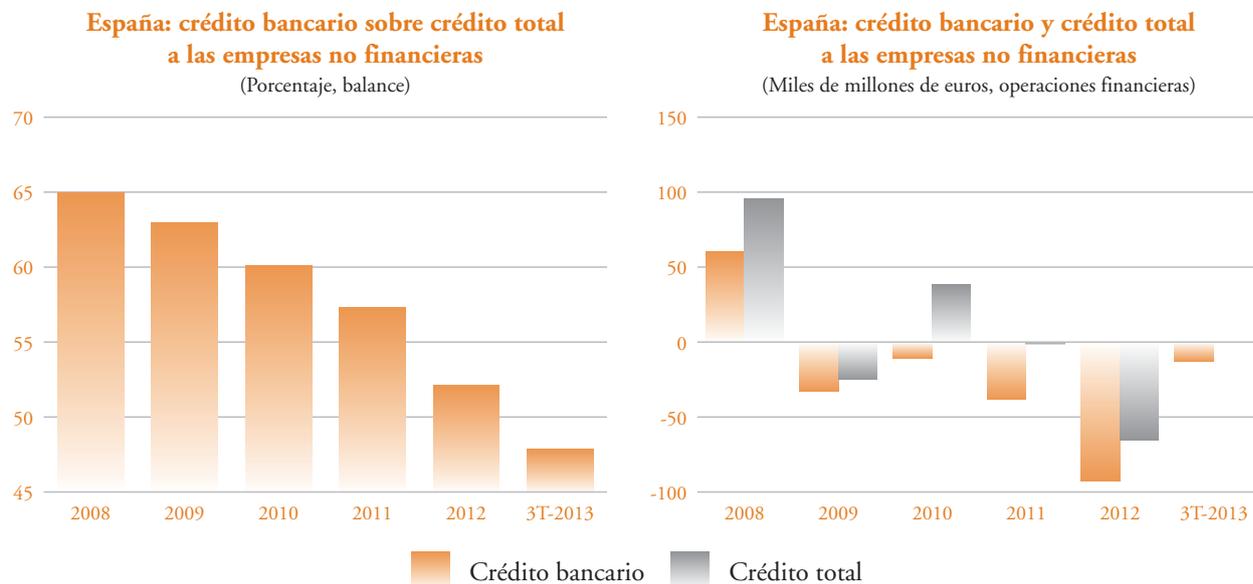
2. Financiación de las empresas

Las empresas españolas se financian principalmente con recursos ajenos y a través del crédito bancario nacional. El recurso al crédito bancario ha sido históricamente el más utilizado, representando en media en torno al 70% de los pasivos ajenos y, a pesar de haber perdido peso en los últimos años, aún representaba más del 50% en 2012 (gráfico 3).

Desde 2008 ha habido un cambio en la estructura del pasivo de las empresas españolas. La reestructuración de la financiación se ha reflejado tanto en la menor demanda de financiación ajena por parte de las empresas —marcada por la falta de expectativas de negocio— como en el aumento a los recursos propios.

Este cambio también obedece, en parte, a la menor oferta de crédito que se explica en buena medida por

Gráfico 3
Crédito bancario

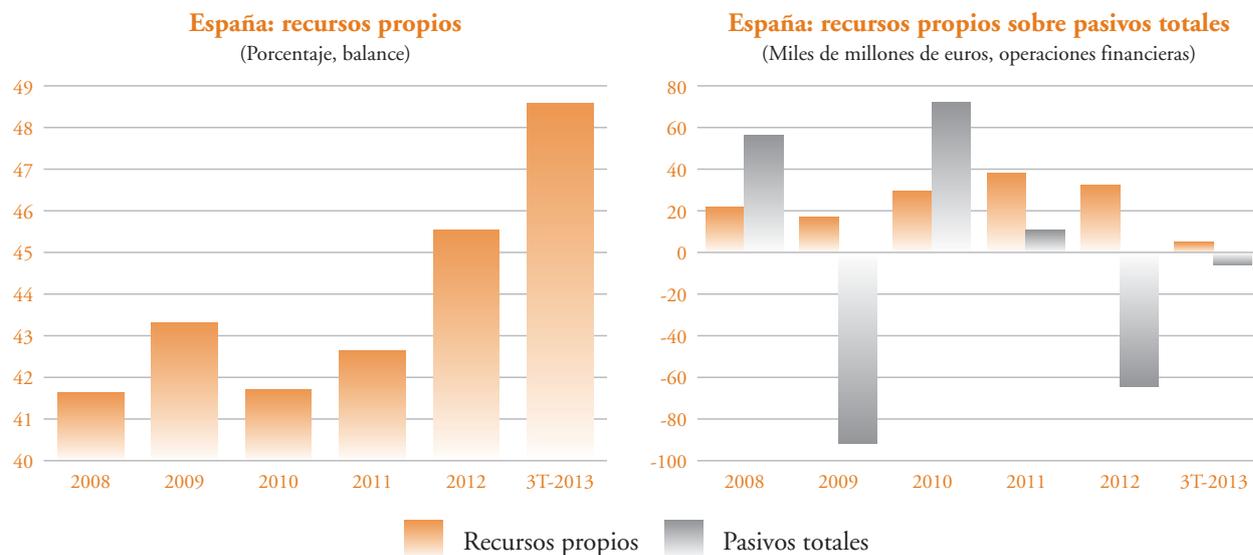


Fuente: Banco de España, febrero 2014.

los problemas de información asimétrica que se producen entre prestamistas y prestatarios y que se agudiza en épocas de crisis. Se observa que esta situación

ha cambiado significativamente en 2013 y que la tendencia es a una mayor financiación bancaria residente a partir de 2014 (gráfico 4).

Gráfico 4
Recursos propios



Fuente: Banco de España, febrero 2014.

Como hemos apuntado, el menor uso de la financiación bancaria se ha trocado en un mayor uso de otras fuentes de financiación. Por una parte, durante estos años han aumentado los préstamos entre empresas del mismo grupo, reflejando que los grupos empresariales de gran tamaño han realizado trasvases de liquidez internos para superar las mayores exigencias que había para acceder al crédito en los mercados financieros. El recurso a la financiación entre empresas ha sido creciente en este periodo, pasando desde el 10,4% del crédito total en 2008 hasta cerca del 15% en 2012.

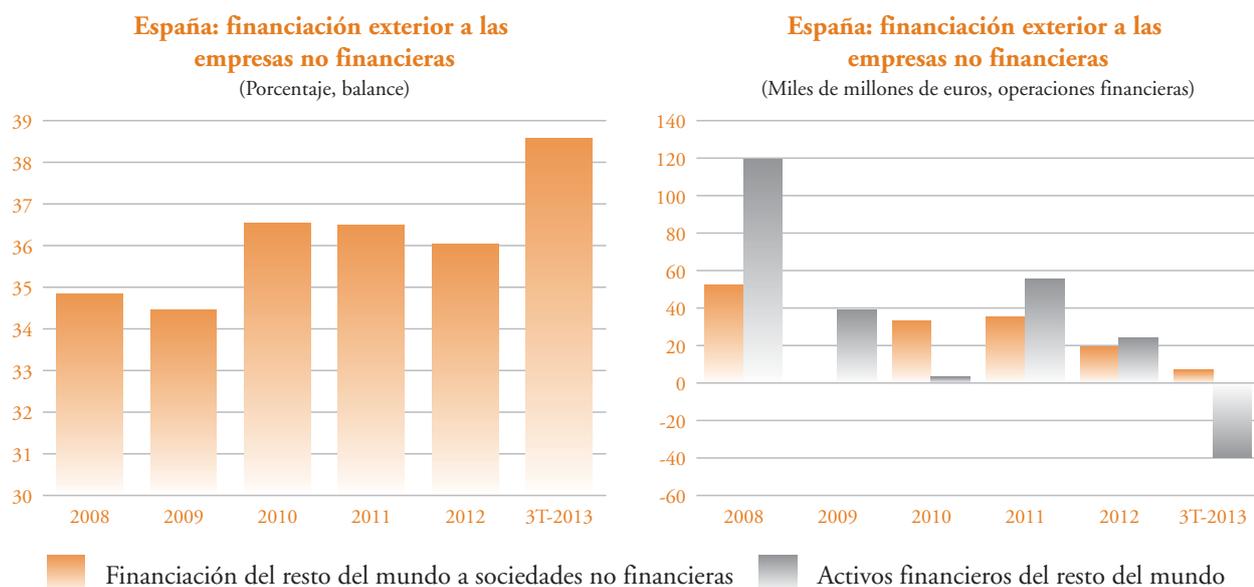
Por otro, han recurrido de forma creciente a la financiación propia, pues en estos años se hizo necesaria la corrección del balance empresarial en su conjunto, que llegó a tener una necesidad de financiación del 10% del PIB en 2007. Se realizaron intensos ajustes en costes e inversión ante la dificultad de impulsar los ingresos con una demanda interna muy debilitada. Los esfuerzos efectuados por las empresas han tenido, no obstante, ya sus frutos; con una capacidad de financiación generada del 5% del PIB en 2013. Esta capacidad de financiación se ha aplicado, en parte a

aumentar sus activos financieros y a reducir pasivos ajenos. El aumento del recurso a la autofinanciación ha permitido aumentar su solvencia y reducir su apalancamiento. Todo este proceso es típico de las etapas bajas del ciclo económico, pero ha tenido lugar con especial intensidad en los últimos años, lo que tiende a restablecer la confianza en el tejido productivo —dentro y fuera del país— al tiempo que facilita de nuevo el acceso a los mercados financieros para renovar la financiación (gráfico 5).

Otro elemento favorable en la coyuntura actual es la evolución de las inversiones directas extranjeras en nuestro país, y muy en particular en la Comunidad de Madrid, donde se mantiene una gran estabilidad en la entrada de inversión directa extranjera, incluso en los peores años, confirmando la confianza de los inversores extranjeros en la comunidad (gráfico 6).

El perfil que acabamos de dibujar sobre lo acontecido en estos años en la financiación a las empresas no financieras españolas es perfectamente extensible al caso de las empresas de la Comunidad de Madrid. Así lo sugiere el importante peso que tiene la región en el PIB nacional y la altísima correlación que existe

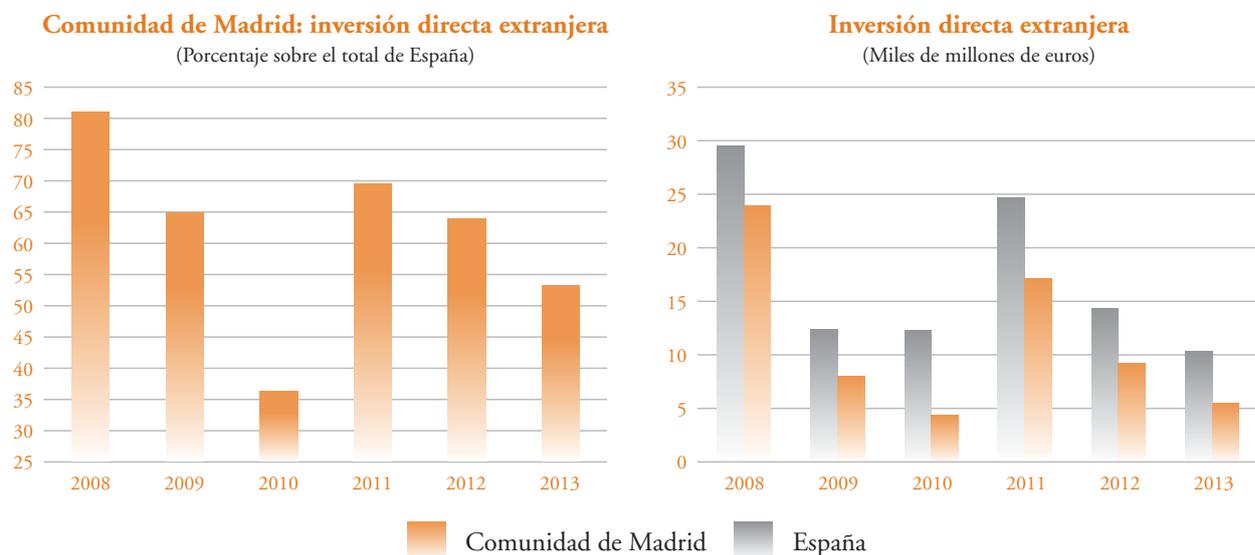
Gráfico 5
Financiación exterior



Fuente: Banco de España, febrero 2014.

Gráfico 6

Inversión directa extranjera



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Registro de Inversiones Extranjeras, 2013 hasta septiembre, febrero 2014.

entre las variables financieras (como el crédito al sector privado o el importe concedido en hipotecas) nos llevan a esta deducción.

3. Las perspectivas de mejora en la financiación empresarial

Las perspectivas de la economía española para el año 2014 son positivas. La recuperación cíclica se apoya en un mejor contexto internacional, lo que favorecerá nuestras exportaciones, en una mejora de las expectativas de las empresas, que tendrán incentivos a la producción y, por tanto, para demandar financiación para nuevas inversiones, y en el aumento de la oferta de crédito ante una demanda más solvente.

Los avances en la gobernanza económica del área del euro han tenido efectos muy positivos sobre el entorno financiero y por tanto en la actividad real. Ello ha dado pie a una estabilización de los mercados financieros, que está permitiendo que los inversores internacionales reconozcan los grandes avances de la economía española. Las condiciones financieras son más relajadas para la economía española, como queda de manifiesto en el descenso del riesgo soberano y la normalización

del acceso a los mercados de financiación mayorista para las entidades financieras nacionales.

Respecto al crédito, la culminación del proceso de saneamiento de balances de las empresas, los mejores resultados de las entidades de crédito y la reorientación de las políticas bancarias hacia el aumento de la rentabilidad irán sentando las bases para que aumente el crédito a las empresas españolas. Existen algunos datos, como la reciente Encuesta de Préstamos Bancarios, en la que los estándares de crédito han comenzado a relajarse en el crédito a pymes, a la vez que las entidades detectan aumentos en la demanda de financiación. Las nuevas operaciones de crédito a empresas en diciembre estaban creciendo un 7% interanual, tras haber registrado su mínimo en el pasado mes de julio. Más recientemente el ICO presentó, junto a la banca española, las líneas de financiación para 2014 con el objetivo de conceder 16.000 millones en créditos, un 16% más que en 2013 —año en el que la Comunidad de Madrid recibió el 17% de los 13.885 millones canalizados por el ICO—. Esta cantidad irá destinada a favorecer la internacionalización de las pymes. También facilitará la concesión de avales para que las empresas españolas puedan acudir a licitaciones y adjudicaciones internacionales.

En suma, la financiación de las empresas españolas, y de las madrileñas en particular, ha sufrido cambios que obedecen a la adaptación a una situación de cambio de ciclo económico. El recurso al crédito bancario, que históricamente había superado el 70% de los pasivos, se ha ido reduciendo desde 2008. Las empresas han aprovechado este periodo para sanear sus balances y reducir su volumen de endeudamiento, y han alcanzado capacidad de financiación, de tal forma que han reestructurado su composición de pasivo hacia un mayor peso de fondos propios y al crédito entre empresas, en detrimento del recurso al crédito bancario. Las tendencias son a una vuelta a la estructura tradicional, partiendo de unos balances empresariales más saneados, lo que debería favorecer

que se inicie un proceso inversor y de crecimiento del tejido productivo en los próximos años.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (marzo 2005), «Los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín económico*.
- Banco de España (mayo 2013), «La evolución financiera de los hogares y de las sociedades del área del euro en 2012», *Boletín económico*.
- Banco de España (febrero 2014), Banco de España (BdE).
- Banco de España (febrero 2014), *Cuentas financieras*, (BdE).
- ICEX (febrero 2014), *España, exportación e inversiones*.
- Instituto Nacional de Estadística (febrero 2014), Instituto Nacional de Estadística (INE).

**Si busca
un economista,
aquí
lo encontrará**

La Bolsa de Trabajo
del Colegio de Economistas
de Madrid,
está en condiciones
de proporcionarle el economista
que mejor se adapte
a sus necesidades específicas.
Póngase en contacto
con nosotros y lo comprobaremos.



Flora, 1. 28013 Madrid.
Teléfono: 91 559 46 02 Fax: 91 559 29 16
E-mail: cem@cemad.es



PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2013



Eugene Fama



Robert Shiller



Lars Peter Hansen

EFICIENCIA VERSUS EXUBERANCIA IRRACIONAL

Rafael Flores de Frutos

*Catedrático de Econometría, UCM. Colegio Universitario
Cardenal Cisneros. Colegio Universitario de Estudios Financieros*

RESUMEN

En este artículo se resumen las contribuciones más importantes de los tres economistas que este año han recibido, de la Real Academia Sueca de Ciencias, el Premio Nobel de Economía: Eugene Fama, Robert Shiller y Lars Peter Hansen. Al ser dos de ellos, E. Fama y R. Shiller, vehementes defensores de teorías opuestas sobre el comportamiento de los agentes en los mercados financieros, hace de esta una nominación especialmente interesante.

PALABRAS CLAVE

Premios Nobel de Economía, Hipótesis de Eficiencia-Expectativas Racionales, Economía del Comportamiento, Método Generalizado de Momentos.

1. Introducción

La Real Academia Sueca de Ciencias manifiesta que: *El Premio (Nobel de Economía) de este año (2013) recompensa el trabajo empírico llevado a cabo con el fin de llegar a entender cómo se determinan los precios de las acciones. Eugene Fama, Lars Peter Hansen y Robert Shiller han desarrollado métodos con ese propósito y los han aplicado en sus trabajos aplicados. Aunque todavía no tenemos una explicación completa y generalmente aceptada de cómo funcionan los mercados financieros, las investigaciones de los tres laureados han mejorado considerablemente nuestra comprensión de los precios de las acciones, han revelado importantes regularidades empíricas así como factores plausibles que pudieran estar detrás de tales regularidades.*

Desde su creación en 1968, los premios Nobel de Economía han sido siempre muy controvertidos. Este año no podía ser una excepción.

El premio de este año me ha recordado lo que solía decir, con cierta maldad, un antiguo profesor mío. Como si de la Tercera Ley de Newton se tratara, sentenciaba: *Siempre, a todo economista se le opone otro, igual, pero de sentido contrario. Así, la Economía es uno de esos pocos campos de la ciencia en el que dos personas pueden recibir*

el premio Nobel por decir una exactamente lo contrario que la otra [...] y probablemente ambas estén equivocadas.

Este año, el premio ha recaído en tres prestigiosos economistas, más concretamente, en dos economistas teóricos (casi opuestos) y un economista: Eugene Fama, Robert Shiller y Lars Peter Hansen, respectivamente.

Fama, catedrático de la Universidad de Chicago, es posiblemente el más firme defensor de la doble hipótesis de Eficiencia-Expectativas Racionales (EER) en los mercados de valores. Contrario como nadie a la existencia de burbujas especulativas en esos mercados, llegó a anular su suscripción a *The Economist*, cansado, según la revista, de sus advertencias y avisos sobre las mismas, véase el número de octubre 19-25, página 69.

Robert Shiller, catedrático de la Universidad de Yale, es uno de los más firmes defensores de la línea de pensamiento denominada *Economía del Comportamiento (Behavioural Economics)*, opuesto frontalmente a la hipótesis EER, es internacionalmente conocido precisamente por sus advertencias sobre burbujas especulativas; lo hizo antes de la crisis de principios de los años noventa y volvió a hacerlo con la crisis inmobiliaria de finales del año 2000.

Lars Peter Hansen, catedrático de la Universidad de Chicago, es el economista del grupo. Preocupado por las tradicionales dificultades en la contrastación empírica del modelo clásico CCAPM (Consumption Capital Asset Pricing Model) desarrolló un nuevo método de estimación, el Método Generalizado de Momentos (GMM). Sus análisis empíricos iniciales, sobre una versión básica del modelo CCAPM concluyeron con un rotundo rechazo al mismo. Esto le posicionó claramente del lado de R. Shiller.

El resto del artículo analiza con un poco más de detalle el trabajo de estos tres grandes economistas, para muchos no tan opuestos.

2. Eugene Fama

Fama popularizó la idea de que, a corto plazo (un día, una semana o un mes) los rendimientos de las acciones son muy difíciles de prever. Los precios se comportan, bien como paseos aleatorios o de acuerdo con algún otro proceso similar, esto es:

$$p_t = p_{t-1} + a_t$$

donde p_t es el logaritmo neperiano del precio de la acción en el periodo t y a_t es un ruido blanco, esto es, una variable aleatoria Normal, con esperanza cero, varianza constante y carente de autocorrelación.

En estos casos, la mejor previsión que se puede hacer del precio de una acción para el periodo $t+1$, condicionada a todo lo que se conoce hasta t (Ω_t), es precisamente el precio en t :

$$E(p_{t+1} / \Omega_t) = p_t$$

Cuando el error de previsión (a_{t+1}) no está autocorrelacionado, véase Fama (1991), se dice que hay *eficiencia informacional débil*, si está incorrelacionado con toda la información pública en t , se dice que hay *eficiencia informacional semifuerte*, y si está incorrelacionado con todo tipo de información, pública y privada en t , se dice que hay *eficiencia informacional fuerte*. Cada caso implica un nivel concreto de falta de previsibilidad de la variable $\nabla p_{t+1} = p_{t+1} - p_t$, el rendimiento de la acción.

La imprevisibilidad de ∇p_{t+1} sugiere un funcionamiento eficiente del mercado. Cualquier información relevante sobre el precio futuro, conocida hoy, se incorpora inmediatamente al precio de hoy, impidiendo la especulación. Si algún acontecimiento supone un aumento esperado del precio futuro, la presión compradora hoy, hará subir el precio hoy, hasta que ya no sea interesante seguir comprando, esto es, hasta que el precio de hoy se iguale al valor esperado del precio futuro.

El origen de esta idea se remonta al siglo XVI, véase Hald (1990, capítulo 4), Mandelbrot (1963) y Samuelson (1965) la formalizaron y Fama (1970) la popularizó.

Son innumerables los trabajos empíricos a los que ha dado lugar esta proposición, muchos son anteriores al trabajo más influyente de Fama (1970), de hecho se remontan a Kendall (1953) y llegan hasta nuestros días. No obstante, es a partir del trabajo de Fama (1970) cuando el interés por el comportamiento del rendimiento de las acciones se multiplica, tanto a nivel teórico como práctico.

Pero, ¿son tan imprevisibles los rendimientos de las acciones? La respuesta es no, los rendimientos son previsibles hasta un determinado grado, véase Lo y MacKinlay (1999) y para demostrarlo, déjenme que les muestre uno de los casos sobre los que he estado trabajando con mis alumnos del CES Cardenal Cisneros y CUNEF (2). Es el caso de Iberdrola, uno de los seis grandes valores del IBEX 35.

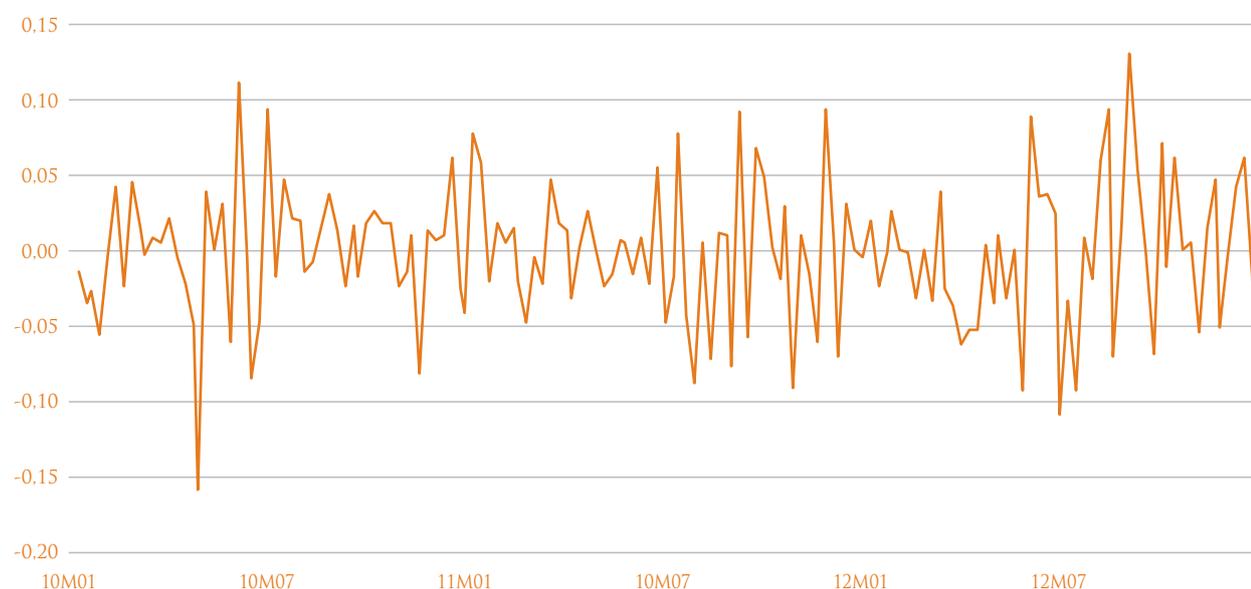
El gráfico 1 muestra la evolución semanal de la variable ∇p_{t+1} , donde p_t es el logaritmo neperiano del último precio de la semana, depurado del efecto de los dividendos. El periodo muestral va desde el 4/1/2010 al 31/12/2012 (N=157 observaciones).

El cuadro 1 muestra las seis primeras autocorrelaciones, simples y parciales, de esta variable. No hay ninguna que sea significativamente distinta de cero (todas se encuentran dentro de las bandas de significación: $\pm \frac{2}{\sqrt{N}}$). No existe pues autocorrelación, lo que sugiere que la hipótesis de *eficiencia informacional débil* se cumple.

El mismo resultado se obtiene si ∇p_{t+1} se calcula a partir del precio máximo de la semana. Sin embargo, si ∇p_{t+1}

Gráfico 1

Rendimiento semanal de Iberdrola



Fuente: Elaboración propia.

se calcula a partir del precio mínimo (o del precio medio) los correlogramas simple y parcial (véase el cuadro 2) muestran la presencia clara de autocorrelación de primer orden. La eficiencia débil parece rechazarse al elegir otro precio como precio representativo semanal.

Sin embargo, la autocorrelación es tan pequeña que, aunque significativa, el pasado apenas logra explicar un 3% de la variabilidad de ∇p_{t+1} . Los costes de transacción impedirían probablemente que alguien pudiera sacar provecho de esta débil previsibilidad, por lo que podría decirse que la hipótesis de eficiencia, en sentido débil, también se cumple en este caso.

Ahora bien, veamos qué pasa con la *eficiencia informacional semifuerte*. El cuadro 3 muestra el resultado de una regresión entre ∇p_{t+1} (calculada a partir del *precio mínimo* de la semana) y las variables: 1) ∇p_t (calculada a partir del *precio medio*) y 2) $C3_t = p_{\text{último}_t} - p_{\text{mínimo}_t}$, esto es, la diferencia entre el logaritmo del precio último y el logaritmo del precio mínimo de la semana. La capacidad explicativa y predictiva. Nótese que tanto ∇p_t como $C3_t$ son pasado respecto a ∇p_{t+1} de estas dos variables sobre ∇p_{t+1} es del 39%, muy superior al despreciable 3%.

A la vista de estos resultados, la hipótesis de eficiencia, en sentido semifuerte, parece no cumplirse. Nuestros cálculos indican que es posible prever, a corto plazo, el rendimiento de la acción, tanto si este se calcula con el precio mínimo como con el precio máximo, o incluso con el precio medio. Si el rendimiento se calcula con el precio último, la hipótesis de eficiencia no se rechaza. Resultados similares se obtienen con las acciones del Banco Santander, el BBVA, Repsol y Telefónica.

Los rendimientos, incluso a corto plazo, son previsibles en un determinado grado. Este grado depende, entre otras muchas cosas, del precio representativo que se elija para calcular el rendimiento.

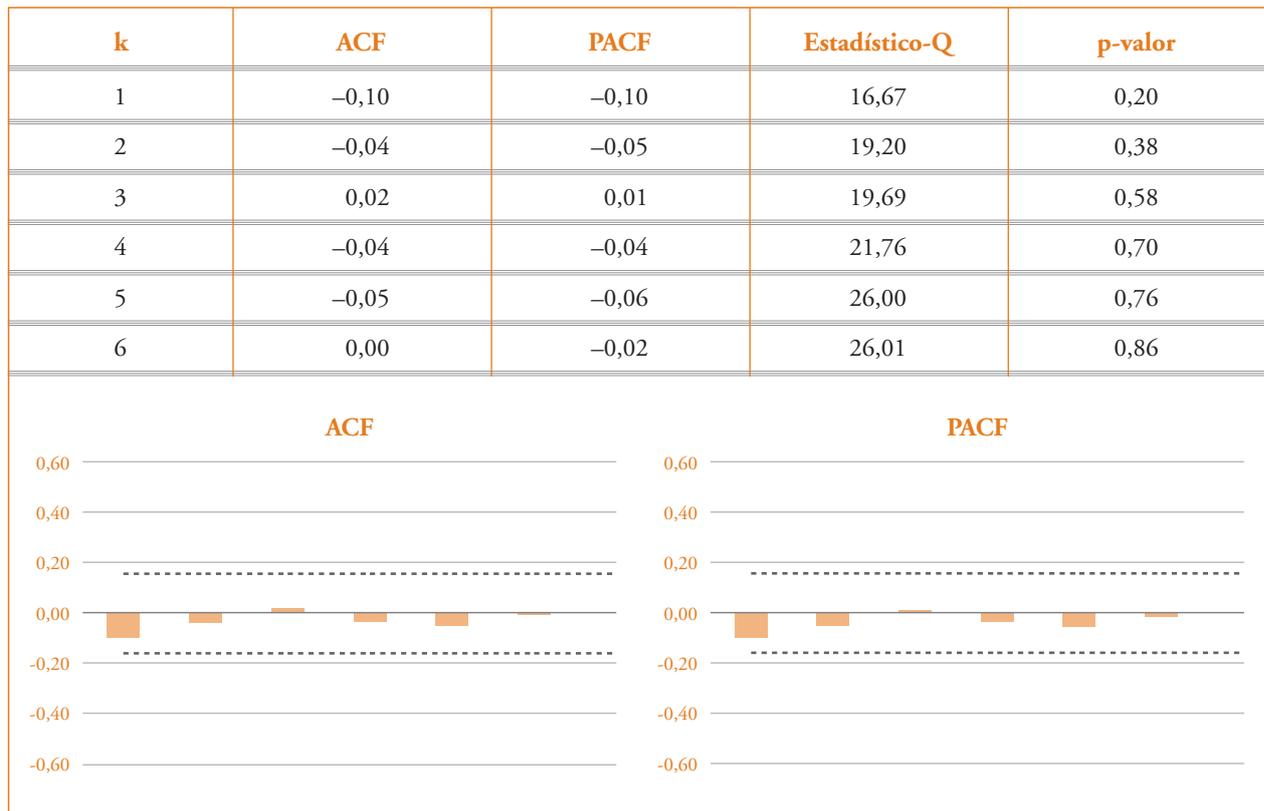
Entonces, ¿previsibilidad es sinónimo de falta de eficiencia? No. LeRoy (1973) y Lucas (1978) demostraron que la falta de previsibilidad no es una condición ni necesaria ni suficiente para que un mercado tenga un comportamiento eficiente. Se puede dar la eficiencia en un mercado sin que los precios sigan un paseo aleatorio.

Grossman y Stiglitz (1980) van más allá y afirman que los mercados perfectamente eficientes, desde un punto de vista informacional, son una imposibilidad. Si la

Cuadro 1

Funciones de autocorrelación simple (ACF) y parcial (PACF) sobre los rendimientos de Iberdrola

Precios de cierre semanales



Fuente: Elaboración propia.

recompensa por la búsqueda de información relevante fuera nula, habría pocos motivos para realizar transacciones y dichos mercados acabarían colapsando. Un cierto grado de ineficiencia es necesario para incentivar a los inversores a buscar información y obtener, a través de un rendimiento positivo, su justa recompensa. Black (1986) afirma que hay inversores que realizan sus transacciones, motivados por necesidades inesperadas de liquidez, otros por la recompensa de la información y ambos pueden estar comportándose de forma racional y eficiente, incluso pueden ser la misma persona, actuando por motivos diferentes en diferentes momentos. Unas veces ganando dinero y otras perdiéndolo.

Alternativamente, si se acepta que la previsibilidad pudiera deberse a variaciones en el riesgo, de una semana a otra, este resultado tampoco contradiría la hipótesis

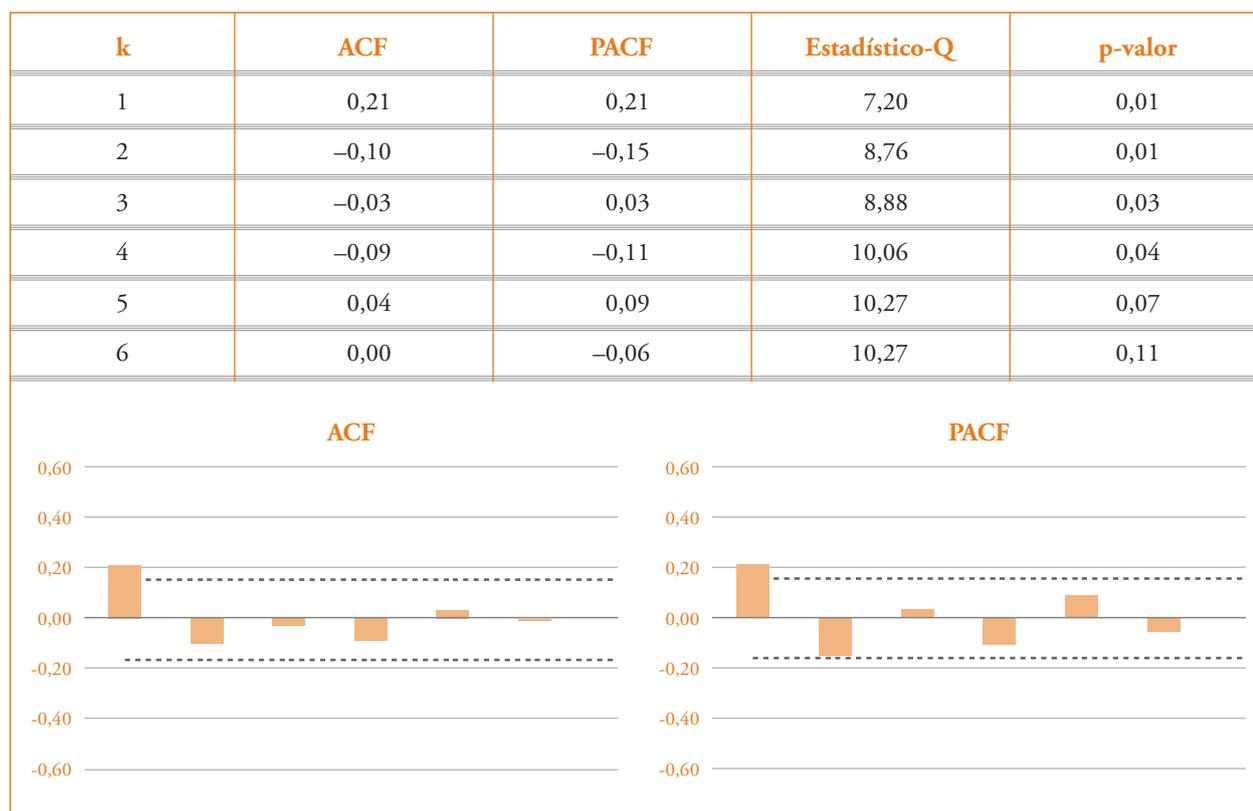
EER. Si el riesgo para el periodo $t+1$ es muy elevado, es posible que la presión *racional* sobre los precios en t no sea suficiente para hacer que $E(p_{t+1}/\Omega_t)=p_t$.

Fama también ha sido pionero en el *Estudio de Acontecimientos*, esto es, en el estudio de cómo los precios de las acciones reaccionan a determinados acontecimientos importantes. Sus trabajos apoyan la hipótesis de eficiencia, ya que los precios parecen reaccionar muy rápidamente. Una reacción lenta de los rendimientos a algún acontecimiento implicaría previsibilidad.

En el caso de Iberdrola, el pago de dividendos es incorporado al precio la misma semana en que se pagan, no existen efectos significativos ni antes ni después de la fecha de pago. Los precios parecen reaccionar de forma muy rápida y por tanto no parece ser esta la causa

Cuadro 2
Funciones de autocorrelación simple (ACF) y parcial (PACF) sobre los rendimientos de Iberdrola

Precios mínimos semanales



Fuente: Elaboración propia.

de su previsibilidad. Si previsibilidad es sinónimo de reacciones lentas a determinados acontecimientos, en el caso de Iberdrola, estos están por descubrir.

Por último, Fama ha hecho importantes contribuciones en la contrastación del modelo CAPM, primera herramienta teórica para explicar las diferencias en el rendi-

Cuadro 3
Regresión entre ∇p_{t+1} (precio mínimo semanal de Iberdrola), $C3_t$ y ∇p_t (precio medio semanal)

 Variable dependiente: ∇p_{t+1} (precio mínimo semanal)

Período muestral: 18-01-2010 a 31-12-2012

Número de observaciones : 155 observaciones semanales

Variable explicativa	Coefficiente estimado	Desviación típica	Estadístico-t	P-Valor
$C3_t$	0,75	0,09	8,26	0,000
∇p_t (precio medio semanal)	0,20	0,08	2,62	0,010
R^2	0,38			
Desviación típica residual	0,03			

miento de diferentes acciones. El método desarrollado en Fama y MacBeth (1973), modificado para adaptarlo a versiones multifactoriales del modelo CAPM, sigue siendo ampliamente utilizado. El rechazo empírico del modelo CAPM, desde múltiples ángulos, fue recogido en los trabajos de Fama y French (1992, 1993 y 1995). En ellos se pone de manifiesto que el beta del CAPM no tiene prácticamente poder explicativo sobre el rendimiento de una acción, una vez esta ha sido depurada de los efectos de la Capitalización (*Size*) y el ratio entre el valor en libros de la acción y el valor de mercado (*Book to Market*), dos variables que Fama y French relacionan con el riesgo. Así, los rendimientos de diferentes acciones, depurados convenientemente de dichos factores, deberían ser iguales e imprevisibles, reflejando un comportamiento eficiente del mercado.

3. Robert Shiller

Shiller entró en el debate sobre la Eficiencia-Racionalidad de los mercados de acciones en 1981, con un artículo publicado en la *American Economic Review* titulado: *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* Encontró que los precios de las acciones presentaban una varianza mayor que la que cabría esperar si dichos precios fueran determinados por el valor presente de los dividendos futuros, descontados a un tipo de interés constante. Sencillamente, su hipótesis era que los dividendos no fluctuaban tanto como para explicar las grandes fluctuaciones de las cotizaciones de las acciones.

Según Shiller, en el largo plazo, la valoración de las acciones tiende a revertir a la media y por tanto, los movimientos de las acciones puede que sean eventualmente previsibles. Aunque el argumento puede parecer contradictorio con la hipótesis EER, lo cierto es que no lo es tanto. De hecho, los defensores de la hipótesis EER no niegan la previsibilidad de los rendimientos a largo plazo. Según ellos, dicha previsibilidad tiene que ver con la justa recompensa por la búsqueda de información o por la asunción de un mayor riesgo.

La intuición de Shiller era buena, pero su análisis empírico no. Los precios son variables no estacionarias (integradas de orden 1), por lo que no tiene sentido

hablar de una varianza constante de los precios, véase Kleidon (1986). Es justo decir que este error fue posteriormente corregido en Campbell y Shiller (1987), donde los autores diseñaron un nuevo contraste para los modelos de valor presente, con el que volvieron a rechazarlos.

Tanto en solitario como con diferentes coautores, Shiller ha aportado gran evidencia empírica en favor de la previsibilidad de los rendimientos en bolsa, tanto con series anuales como con series de menor frecuencia. Una de sus más famosas contribuciones ha sido la identificación de distintos ratios, como el ratio de dividendos/precio o precio/beneficios medios, como factores explicativos y predictivos de los rendimientos anuales. De hecho, propuso este último ratio como indicador adelantado de la formación de burbujas especulativas. Un precio muy alto respecto a los beneficios medios históricos del valor es una señal de peligro que no debe ignorarse. Shiller ha encontrado similares resultados de previsibilidad en los mercados de bonos y divisas.

Para explicar la previsibilidad a largo plazo de los rendimientos en bolsa, Shiller abandonó la idea del comportamiento eficiente y la racionalidad de los agentes defendida por Fama y otorgó a la psicología individual y de masas un papel determinante. Como uno de los inspiradores de la línea de pensamiento denominada *Economía del Comportamiento* situó la sobrestimación o infraestimación sistemática de precios en el centro del debate. Su hipótesis descansa en que los agentes no se comportan de modo racional y eficiente, cometen errores sistemáticos en la previsión de los rendimientos y/o del riesgo y reprimen mal sus instintos compradores al ver como un amigo suyo se hace rico en bolsa.

No es la previsibilidad de los rendimientos lo que enfrenta a estos dos premios Nobel, sino el por qué de esa previsibilidad. ¿Tiene que ver con la justa recompensa por el riesgo/búsqueda de información o tiene que ver con la exuberancia irracional? Esa es la discusión.

De hecho, existe cierto consenso entre las dos escuelas acerca de la previsibilidad de los rendimientos, sobre todo para horizontes de previsión a un año y mayores. Parece haber cierto consenso en que la previsibilidad aumenta al aumentar el horizonte de previsión, véase

Fama y French (1988). Sin embargo esto suena muy extraño para un economista, ya que es bien conocido que a medida que aumenta el horizonte de previsión, la dispersión de los errores aumenta.

Como vimos para el caso de Iberdrola, los rendimientos semanales son previsibles, pero tienen un error de previsión con una desviación típica del 3%. Un error estándar residual del 3% no es pequeño, pero comparado con el 23% que tienen asociados los errores de previsión de los rendimientos anuales del Índice General de la Bolsa de Madrid, lo parece, y no digamos comparado con el 32% que exhiben los rendimientos bianuales de dicho índice.

En esta literatura, autocorrelación se considera sinónimo de previsibilidad, lo que no deja de ser una verdad a medias. No se puede hablar de previsibilidad sin mencionar la desviación típica del error de previsión ya que una previsión sin la suficiente precisión es sencillamente inútil.

Existe previsibilidad de los rendimientos, pero con muy poca precisión. Además, esta precisión disminuye a medida que uno se aleja hacia el futuro, lo que pone de manifiesto lo difícil que es prever los rendimientos. En mi opinión estos hechos constituyen una evidencia en contra de las teorías extremas: racionalidad total versus exuberancia total.

El hecho de que sea tan difícil prever los rendimientos de cualquier valor sugiere un comportamiento bastante eficiente de los agentes. Estos se esfuerzan por conseguir información relevante y parecen utilizarla rápida y adecuadamente, ya que con sus órdenes presionan los precios actuales hacia valores cercanos a los precios futuros esperados. Por otro lado, la excesiva previsibilidad que muestran determinados rendimientos, durante determinadas épocas, bien podría ser un síntoma de irracionalidad. La discusión sigue abierta.

4. Lars Peter Hansen

En 1982 Hansen desarrolló el método de estimación de modelos econométricos conocido con el nombre de Método Generalizado de Momentos (GMM). Este método *generaliza* el de Variables Instrumentales al caso no lineal, con errores cuya distribución es desco-

nocida, están autocorrelacionados y/o presentan heterocedasticidad. Además, demostró que los estimadores GMM tienen una distribución asintótica normal, lo que facilita mucho los procesos de inferencia.

Hansen y muchos otros después, han aplicado este método de estimación a la contrastación de diferentes versiones del modelo CCAPM. Hasta ahora, ninguna de las modificaciones introducidas en la versión básica utilizada por Hansen y Singleton, ha sido capaz de ajustar satisfactoriamente los datos. Por ahora, ninguno de los múltiples y variados cambios introducidos en la función de utilidad del modelo ha logrado poner de acuerdo a los defensores del CCAPM.

Actualmente, el trabajo de Hansen se centra en la incertidumbre y sus relaciones con el riesgo a largo plazo en la macroeconomía. Estudia la capacidad que tienen los modelos que incorporan ambigüedades, creencias y escepticismo de los consumidores, para explicar los datos económicos y financieros, así como para predecir las consecuencias a largo plazo de las opciones políticas.

5. Epílogo

El resultado del trabajo llevado a cabo por los tres laureados ha tenido un gran impacto, no solo en el mundo académico sino también en la industria financiera.

La supuesta falta de previsibilidad a corto plazo de los rendimientos bursátiles, la previsibilidad a largo, así como la identificación de algunos factores capaces de explicar dicha previsibilidad (y/o las diferencias de rendimientos entre diferentes acciones) han contribuido de forma decisiva a la solución de importantes problemas, tanto dentro como fuera de la industria financiera.

Fruto de esta falta de previsibilidad, se han desarrollado múltiples productos financieros basados en índices, productos que permiten al inversor modesto disponer de una cartera bien diversificada a bajo coste.

Sus hallazgos han incentivado la utilización de los métodos cuantitativos. Estos han pasado a ser instrumentos habituales, tanto en la toma de decisiones de inversión como en la evaluación de la gestión de los

administradores. Ahora sabemos que si los resultados de la gestión no se depuran del efecto del riesgo, pueden resultar engañosos.

Fuera de la industria financiera, el estudio de acontecimientos se ha utilizado en procedimientos judiciales sobre fraude para evaluar daños. También es utilizado por las autoridades de la competencia para evaluar los efectos de fusiones en el valor del resto de compañías del sector. Por último, el índice S&P Case-Shiller, de precios de la vivienda, es el índice de este estilo más utilizado en EE.UU.; de hecho, sirve de base en el mercado de futuros de precios de la vivienda, creado recientemente en el Chicago Mercantile Exchange.

Como dice la Academia Sueca, queda mucho por saber del comportamiento de los rendimientos de las acciones y todavía no tenemos claro por qué, en algunos casos, podemos preverlos. No hay acuerdo sobre si la razón tiene que ver con el riesgo, con la exuberancia irracional de los agentes o con una mezcla de ambos, pero sin duda, sería imposible entender dónde nos encontramos ahora sin las contribuciones de estos tres grandes economistas.

NOTA

(1) Véase la sección de Previsiones Bursátiles en www.cu-cisneros.es o en www.cunef.edu

BIBLIOGRAFÍA

Black, F. (1986), «Noise», *Journal of Finance*, 41, 529-544.

Campbell, J. Y. y R. J. Shiller (1987), «Cointegration and tests of present value models», *Journal of Political Economy*, 95, 1062-1088.

Fama, E. F. (1970), «Efficient capital markets: a review of theory and empirical work», *Journal of Finance*, 25, 383-417.

Fama, E. F. (1991), «Efficient capital markets II», *Journal of Finance*, 46, 1575-1618.

Fama, E. F. y K. R. French (1988), «Dividend yields and expected stock returns», *Journal of Financial Economics*, 22, 3-26.

— (1992), «The cross-section of expected stock returns», *Journal of Finance*, 47, 427-466.

— (1993), «Common risk factors in the returns on stocks and bonds», *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

— (1995), «Size and book-to-market factors in earnings and returns», *Journal of Finance*, 50, 131-156.

Fama, E. F. y J. D. MacBeth (1973), «Risk, return and equilibrium: empirical tests», *Journal of Political Economy*, 81, 607-636.

Hansen, L. P. y K. J. Singleton (1982), «Generalized instrumental variable estimation of nonlinear rational expectations models», *Econometrica*, 50(5), 1269-1286.

Grossman, S. y J. Stiglitz (1980), «On the impossibility of informationally efficient markets», *American Economic Review*, 70, 393-408.

Hald, A. (1990), *A History of probability and statistics and their applications before 1750*, John Wiley and Sons, Nueva York.

Kendall, M. G. (1953), «The analysis of economic time series, Part I: Prices», *Journal of the Royal Statistical Society*, 96, 11-25.

Kleidon, A. W. (1986), «Variance bounds tests and stock price valuation models», *Journal of Political Economy*, 94(5), 953-1001.

LeRoy, S. F. (1973), «Risk aversion and the martingale property of stocks returns», *International Economic Review*, 14, 436-446.

Lo, A. W. y A. C. MacKinlay (1999), *A non-random walk down Wall Street*, Princeton.

Lucas, R. E. (1978), «Asset prices in an exchange economy», *Econometrica*, 46, 1429-1446.

Mandelbrot, B. (1963), «The variation of certain speculative prices», *Journal of Business*, 36, 394-419.

Samuelson, P. (1965), «Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly», *Industrial Management Review*, 6, 41-49.

Shiller, R. J. (1981a), «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?», *American Economic Review*, 71, 421-436.

ECONOMISTAS

COLEGIO DE

MADRID

21 EUROS

www.revistaeconomistas.com



Con el patrocinio de:

Sabadell
Professional

