

# ECONOMISTAS

MADRID

COLEGIO DE

COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID

ESPAÑA 2015. UN BALANCE

Nº 146/147 EXTRA





# ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Nº Extra 146/147 - Mayo 2016

## Consejo de Redacción

### Director

Jaime Requeijo

### Secretario

Rafael Laso

### Consejeros

Fernando Bécker

Juan Ramón Cuadrado

Juan José Durán

José M<sup>a</sup> Espí

Pascual Fernández

Silvia Iranzo

Rafael Pampillón

Amelia Pérez Zabaleta

Antonio Pulido

José M<sup>a</sup> Rotellar

## Redacción y Administración

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

91 559 46 02

revista.economistas@cemad.es

www.colegioeconomistasmadrid.com

## Diseño de Portada

Fernando Villar

## Impresión

Raíz Técnicas Gráficas

## Depósito Legal

M-13.155-1983

ISSN 0212-4386

No está permitida la reproducción total o parcial de esta revista, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro y otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor.



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: Jaime Requeijo**

9 2015, o el duro triunfo de la rectificación  
*Juan Velarde Fuertes*

12 La situación de la economía mundial  
*Silvia Iranzo Gutiérrez*

## 26 Sectores productivos

**Coordinadora: Amelia Pérez Zabaleta**

27 La situación de los sectores económicos:  
retos y oportunidades  
*Ana Cristina Mingorance-Arnaiz y  
Rafael Pampillón Olmedo*

36 Evolución reciente y perspectivas  
del sector de la construcción  
*José M<sup>a</sup> Duelo Marcos*

43 La actividad económica y el empleo  
en el sector servicios español  
*Elena Mañas Alcón*

## 50 Sistema financiero

**Coordinador: Jaime Requeijo**

51 El sistema financiero español:  
avances y retos  
*Eduardo Pérez Asenjo*

57 Regulación bancaria y  
crecimiento económico  
*Juan Ignacio Peña*

### 66 **Sector público**

**Coordinador:** *José M<sup>a</sup> Espí*

---

67 El imprescindible rescate de la política presupuestaria

*Victorio Valle y Reyes Navarro*

---

81 La deuda del Estado

*Rosa M<sup>a</sup> Sánchez-Yebra Alonso y*

*Pablo de Ramón-Laca Clausen*

---

90 El Estado y su estrategia centralizadora de la deuda autonómica

*Salvador Jiménez y César Cantalapiedra*

---

99 El sector público local

*Alain Cuenca*

---

---

### 104 **Capital humano y empleo**

**Coordinador:** *Pascual Fernández*

---

105 Un cambio estructural hacia el empleo

*Fátima Báñez*

---

111 El mercado laboral español desde la perspectiva empresarial

*Juan Pablo Lázaro Montero de Espinosa*

---

116 España sale de la recesión, no de la crisis

*Cándido Méndez*

---

---

### 120 **Actividad empresarial**

**Coordinador:** *Juan José Durán Herrera*

---

121 La financiación de la empresa española: pymes *vs* grandes empresas

*Joaquín Maudos*

---

131 La financiación de la empresa española a través  
del mercado de capitales

*Domingo J. García Coto*

---

142 Dimensión geográfica de la inversión directa exterior  
desde una perspectiva española

*Juan José Durán Herrera*

---

152 La empresa editora en España y su proceso de internacionalización

*Antonio M<sup>a</sup> Ávila*

---

---

156 **Economía regional**  
Coordinador: *José M<sup>a</sup> Rotellar*

---

157 La economía madrileña  
*Pedro Cortiñas Vázquez y Cristina Sánchez Figueroa*

---

164 La evolución del empleo en la Comunidad de Madrid  
*Rocío Albert López-Ibor y Rogelio Biazzi Solomonoff*

---

---

174 **Perspectivas**  
Coordinador: *Antonio Pulido*

---

175 La economía más allá del 2015  
*Antonio Pulido*

---

183 Perspectivas y escenarios para la economía española  
*Julián Pérez García*

---

190 Riesgos económicos y geopolíticos  
*Federico Steinberg*

---

---

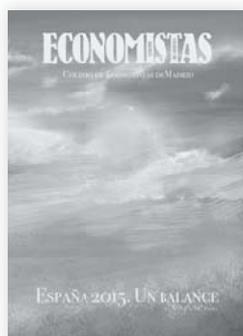
194 **Premio Nobel de Economía**

---

195 Inconformista, poliforme, estimulante e incorrectamente  
correcto: el pensamiento del último “Nobel” de Economía  
*Fernando Méndez Ibisate*

---

---



## REFLEXIONES EN TORNO A UN AÑO EXPANSIVO

La economía española ha consolidado, en 2015, las buenas perspectivas que se apreciaban en 2014.

Según los últimos datos del Instituto Nacional de Estadística, el crecimiento, en volumen, se ha situado en un 3,2% frente al 1,4% del año anterior, lo que ha supuesto, en nuestro caso, superar la media europea; y esa expansión ha tenido su reflejo en los mercados laborales: el desempleo ha descendido hasta el 20,9% con un incremento del empleo de 525.100 personas.

Del lado de la demanda agregada, ese crecimiento se ha apoyado tanto en la demanda interna como en la externa. El consumo ha crecido, la inversión también y el saldo neto exterior, de acuerdo con los datos de la balanza de pagos enero-noviembre, se ha comportado de forma expansiva.

Por su especial importancia, cabe destacar lo ocurrido con la financiación de la deuda pública. El coste medio de las emisiones efectuadas en 2015 ha sido, según datos de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, del 0,84%, lo que ha permitido que el coste del saldo vivo de deuda se redujera desde el 3,47% del 2014 hasta el 3,14% del 2015. Un dato especialmente positivo que no puede ser pasado por alto.

Naturalmente, quedan problemas importantes por resolver y tal vez los dos de más calado sean la abultada deuda pública y un desempleo todavía muy elevado.

Las cifras oficiales de déficit y deuda no se conocen todavía pero todo apunta a que el déficit de las Administraciones Públicas se acercará al 5% del producto interior bruto y la deuda al 100%.

Por lo que al desempleo se refiere, la rápida creación de empleo de 2015 no debe hacernos olvidar que nuestra tasa de desempleo dobla todavía la media de la Unión Europea y que el paro juvenil resulta especialmente elevado.

¿Cuál puede ser la mejor solución para esos dos problemas? La respuesta, a nuestro entender, solo puede ser una: crecer, lograr que la economía crezca y que lo haga durante un período razonablemente prolongado.

Si la economía crece, a ritmo parecido al del pasado año, el esfuerzo de consolidación fiscal se facilita: los ingresos de las Administraciones

Públicas aumentan y algunos de los gastos disminuyen, por ejemplo los relativos al desempleo. Y no nos engañemos, la reducción de la deuda requiere la reducción del déficit, primero, y el equilibrio presupuestario después. El efecto bola de nieve –coste medio de la deuda superior a la tasa de crecimiento– no juega en estos momentos, de acuerdo con los datos conocidos, pero la reducción de la deuda hasta límites razonables pasa por el equilibrio presupuestario.

Y lo mismo sucede con el desempleo. Con independencia de las políticas activas de empleo, siempre deseables pero de efecto limitado, el crecimiento es el gran reductor del desempleo, sobre todo si ese crecimiento se transmite a unos mercados laborales suficientemente flexibles. Y lo ocurrido en 2015 es buena muestra de esa relación crecimiento-empleo.

Pero el crecimiento no depende solo de las políticas nacionales, en un país como el nuestro, perteneciente a la Unión Monetaria Europea y a la Unión Europea y con una abultada deuda pública. Depende de la confianza institucional y, muy en especial, de la confianza que nos otorguen los mercados financieros y que tiene un primer indicador en la prima de riesgo. Mantener la confianza es requisito de primer orden para seguir creciendo, mantenerla y no olvidar que, por imitación de una frase conocida del repertorio operístico que *la fiducia è un ventichelo*.



# PANORAMA GENERAL

**Coordinador**

**Jaime Requeijo**

*Catedrático Emérito de Economía Aplicada, IEB*

## 2015, O EL DURO TRIUNFO DE LA RECTIFICACIÓN

**Juan Velarde Fuertes**

*Catedrático Emérito, UCM*

### RESUMEN

La economía española ha crecido, en 2015, por encima del 3% y puede seguir creciendo, a ritmo similar, en los próximos años.

Ese crecimiento se debe a la acción de varios factores: a la flexibilización de los mercados laborales; a la fortaleza de las exportaciones y, entre otros, al auge de la inversión directa. Pero la expansión futura está amenazada por una serie de problemas de notable calado, entre los que cabe destacar la inestabilidad política y las tensiones continuas y observables en Cataluña.

### PALABRAS CLAVE

Inversión directa, Auge del turismo, Mercados financieros, Ruptura de la unidad de mercado, Problema catalán.

En lo económico, España había experimentado, a partir del año 2008, las consecuencias de lo que hay que calificar como una política desastrosa, o sea, el modelo de política económica Solbes-Zapatero. El profesor Torrero en su aportación *20 años de economía española: un futuro en Europa*, presentada en las XXX Jornadas de Alicante sobre economía española, desarrolladas el 12 y 13 de noviembre de 2015, consideraba que como consecuencia de las decisiones de tal etapa España ha pasado a soportar *una pesada herencia; será muy difícil superar los desequilibrios que están provocando la crispación social y que favorecen la venta política de recetas milagrosas*, a lo que añade esto: *Nuestro progreso está limitado por la inadecuación institucional, que solo es posible superar con ideas claras, esfuerzo y tiempo*.

De ahí la importancia que tiene observar lo sucedido en el año 2015, a causa del despliegue de otro modelo económico, el del Gobierno Rajoy, con Montoro y de Guindos como principales protagonistas, y el complemento sobre todo, de Fátima Báñez. Tal modelo ha logrado, a lo largo de 2015, aumentar el PIB claramente, por encima, además, de la media de la Unión Europea y, por supuesto, con tasas más altas que nuestros dos vecinos, Portugal y Francia, así como respecto a los países occidentales más significativos. Derivado de

eso, comenzó en 2015 a apreciarse una disminución del desempleo, y todo ello con un equilibrio apreciable en el terreno de los precios.

Los elementos que hicieron posible eso, conviene examinarlos. Esencialmente fueron diversos. El primero, a causa de un colosal esfuerzo empresarial exportador, que se ha unido a una apuesta española creciente por parte de la oferta de inversiones directas extranjeras (IDE) a causa de la mejoría que pasó a tener geográficamente España en el mapa del tráfico comercial internacional. Además, porque tranquiliza a los inversores de otros países la existencia aquí de un gobierno conservador dentro de un marco general liberal-democrático, situado, además, en la Unión Europea y dentro del área del euro, con facilidades para el transporte marítimo así como con buenas relaciones con el fronterizo Marruecos, y una conciencia bastante clara de las ventajas de mantener en acción una economía libre de mercado. Por eso ha sido muy importante este complemento exterior de inversiones, que ya en la década de los sesenta del siglo XX fue una de las causas del auge de nuestra economía. Añádase a ello la fortaleza de las exportaciones, ahora complementadas por el auge extraordinario debido a la llegada de turistas extranjeros.

El segundo impulso procedió de la eliminación de rigideces en el mercado laboral. Al fin se logró algo que ya se pretendió por Fuentes Quintana en el Pacto de la Moncloa, y que entonces fracasó, por la actuación de Sánchez Ayuso, asesor económico de Tierno Galván. A Rajoy corresponderá siempre el mérito de haber iniciado la eliminación de alguna parte de los obstáculos que, a causa de una historia de cesiones que ya había criticado Flores de Lemus en el *Dictamen de la Comisión del Patrón Oro*, se había acelerado en una línea que transcurre de Largo Caballero a Zapatero, pasando por Girón.

Simultáneamente España se ha convertido en la nación más importante como inversora en Iberoamérica, naturalmente después de los Estados Unidos. Las rentas de estas inversiones, o las ventas de estos capitales una vez retornados, proporcionan unos ingresos importantes para los españoles. El que se lea ya como normal, por ejemplo, este titular que aparecía en *El Economista* de 22 de noviembre de 2015, *Botín considera a Brasil como prioridad para el Santander*, muestra que esta realidad ha pasado a considerarse como normal para nuestra economía, y tiene el peso de ser una tercera explicación del cambio existente.

Pero este panorama no elimina la presencia de serios problemas que, visibles en 2015, pueden frenar nuestro desarrollo. Y el primero —es preciso volver a Torrero— es la aparición creciente de *recetas milagrosas*, por supuesto muy confusas, y que pretenden eliminar, además con gran rapidez, el esfuerzo colectivo. Precisamente esa es la bandera que se ha agitado en un año tan electoral como pasó a ser 2015, sobre todo por parte de una serie de nacientes partidos populistas. Pero, además, en España existe otro freno para su desarrollo, y este es doble. Por una parte, a causa del desequilibrio del sector público. El esfuerzo para eliminarlo era obligado, como señaló el 4 de marzo de 2014 la Comisión Lagares (de expertos para la Reforma del Sistema Tributario) en su *Informe*, donde se exigía tal esfuerzo por no existir una consolidación fiscal finalizada y tener un fuerte endeudamiento exterior, que al unirse con un desempleo muy elevado creaban dificultades importantes. Algo de esto se ha hecho en 2015, pero basta leer programas electorales populistas, para entender que el 20 de diciembre de

2015 se abrió un interrogante sobre la aceptación, o no, de este *Informe*, que mostraba un camino serio para nuestra recuperación.

Otro freno procede del incremento populista en las Administraciones territoriales, tanto en las autonomías como en las entidades locales. La consecuencia es doble: desequilibrios presupuestarios y ruptura de la unidad del mercado, dos senderos que frenan la actividad.

Y otro freno al desarrollo procede del fuerte auge del secesionismo en Cataluña. La política de Artur Mas y de las agrupaciones políticas separatistas crean ya todas las condiciones para colapsar el progreso económico de Cataluña. Si culminasen, la catástrofe sería inevitable. Pero Cataluña constituye una parte esencial de ese triángulo constituido aproximadamente por el Mediterráneo, el Ebro y los Pirineos, que Estapé consideraba como la base esencial de la economía española, con una proyección hacia Baleares, Madrid y Valencia, y un fuerte enlace, terrestre y marítimo con Europa. Su hundimiento no dejaría, por eso, de sentirse en todo el conjunto económico de España, y aunque hay que considerar que ese proyecto de escisión no puede prosperar, los amagos actuales, a través de la perturbación local catalana, no dejan de proyectarse sobre el conjunto de esa zona y, desde ella, a toda la nación.

Un tercer freno amenaza en el Mediterráneo como consecuencia de la creciente conflictividad surgida en el mundo musulmán, con proyecciones hacia el Índico e incluso el Pacífico. Si se consolidasen, empeoraría la renta de situación de España, al disminuir el tráfico marítimo y, a causa del terrorismo, si nos afectase, dañaría al turismo. Por eso, todo lo que se haga para frenar esa situación actual, incluyendo despliegues militares más amplios, puede ser rentable, pero complica la realidad presupuestaria.

En el año 2015 quedaron claros estos problemas adicionales muy serios, que obligan a esfuerzos en el capítulo del gasto y de corrección de las políticas autonómicas en materia, no solo presupuestaria, sino de fomento de la unidad del mercado nacional, con lo que la mejoría lograda en él se consolidaría.

En suma, de todo lo anterior se desprende que en el año 2015 se ha visto con claridad que para proseguir con el progreso iniciado es preciso tener muy presente aquello que se leía en un documento elaborado en el Ministerio de Hacienda para que pudiese ir adelante el Plan de Estabilización de 1959, y que dio a conocer Navarro Rubio en su aportación *La batalla de la estabilización*, que se puede leer en los *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, 1976, año XXVIII, núm. 53: *Las medidas económicas más necesarias y adecuadas son siempre amargas. Siempre hay un grupo de perjudicados cuyos intereses personales están en contra del interés común. Sus protestas, aunque emitidas por una minoría, se oyen mucho, en buena parte debido a que los beneficiados dicen muy poco o no dicen nada, en muchos casos porque ni se enteran de dónde reciben sus beneficios.* Por ello, concluía como una especie de mensaje a los políticos serios, *es preciso armarse de paciencia y de energía, para llevar adelante sin desmayo cualquier medida económica que se juzgue adecuada.*

En el año 2016 veremos, pues, si el punto de apoyo evidente logrado para la economía española en el 2015, se abandona, o no. Para eso, como en otras ocasiones, el Plan de Estabilización de 1959 y el Pacto de la Moncloa en 1977, los economistas tenemos mucho que aportar.

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., EGFP.  
Entidad Depositaria: Bankia S.A.

## LA SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

**Silvia Iranzo Gutiérrez**

*Técnico Comercial y Economista del Estado.*

*Profesora de Economía en el Colegio Universitario de Estudios Financieros, CUNEF*

### RESUMEN

La economía mundial creció en 2015 a una tasa interanual moderada, del 3,1%, por debajo de la media de los últimos treinta años. El principal factor explicativo de este comportamiento modesto fue la desaceleración económica en China y en otros países emergentes exportadores de materias primas, cuyos precios descendieron notablemente. En cambio, los países y regiones del mundo desarrollado, como Estados Unidos y la eurozona, registraron una cierta aceleración en su actividad económica. La expectativa de subida de los tipos de interés en Estados Unidos, y su posterior materialización en diciembre, determinó una apreciación del dólar respecto a las demás monedas, lo que resultó en una mejora de la demanda externa en la eurozona y una mayor inflación y encarecimiento de las deudas en dólares en algunos países emergentes, lo que comporta el riesgo de quiebras y de merma de la salud de los sistemas financieros.

### PALABRAS CLAVE

Crecimiento económico, Países avanzados, Países emergentes, Endeudamiento, Precios de las materias primas, Precios del petróleo, Depreciación, Incertidumbre, Política monetaria, Tipos de interés, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Eurozona, Productividad, Inflación, Exportación, Flujos de capital.

## 1. Crecimiento económico mundial en 2015

### 1.1. Evolución general

El crecimiento de la economía mundial en 2015 fue del 3,1%, cifra moderada según el Fondo Monetario Internacional (FMI) y decepcionante según la OCDE (gráfico 1). Fue inferior a la prevista hace un año por el FMI (gráfico 2), y siguió la tendencia de los últimos cuatro años de evolución a la baja, desde el pico del 5,1% del año 2010. Estuvo por debajo de la media de los últimos treinta años, que fue del 3,6%. Los principales argumentos de dicha evolución fueron los descensos, por quinto año consecutivo, de las tasas de crecimiento de los países emergentes, encabezados por China, y la moderada recuperación del crecimiento en los países avanzados, principalmente Estados Unidos y la eurozona.

En los países avanzados, el crecimiento en 2015 fue del 2%, cifra moderada aunque mejoró la del año anterior (1,8%). Siguiendo al FMI (1), los factores explicativos de esta evolución fueron la persistencia de un alto en-

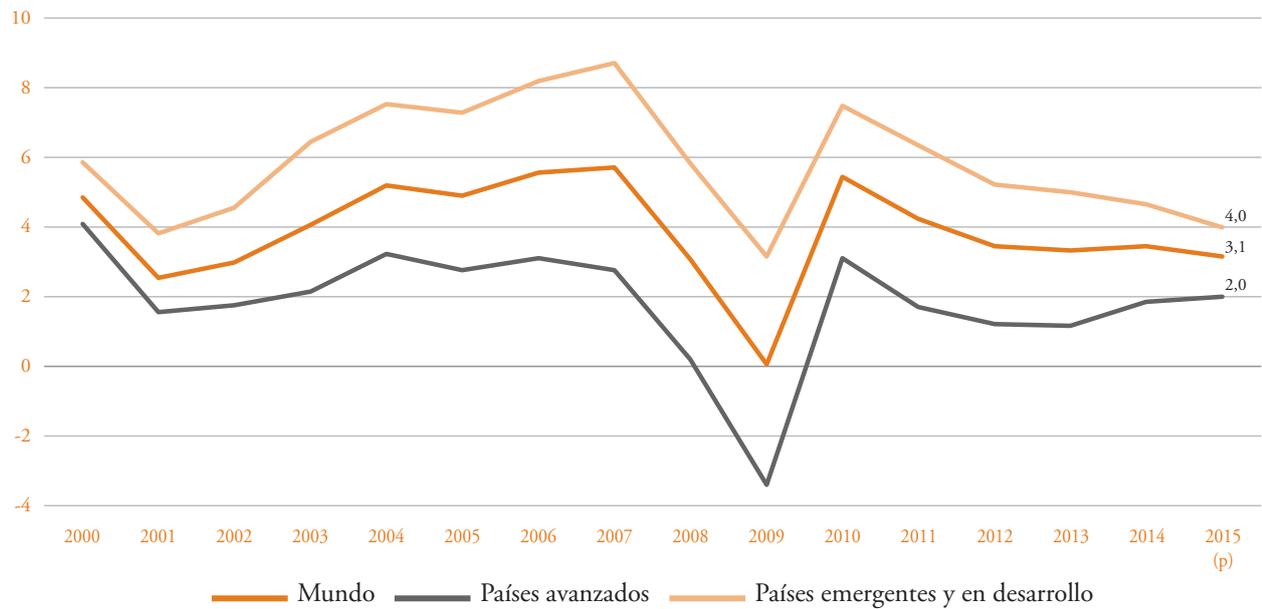
deudamiento público y privado como legado tanto de la gran recesión como de la previa etapa de bonanza, un avance reducido de la productividad en los últimos años, un sector financiero todavía vulnerable, y una evolución demográfica que no facilita el crecimiento económico. El crecimiento de la productividad estuvo por debajo de lo previsto en cada uno de los últimos cuatro años, en parte por un cierto agotamiento de las ganancias derivadas de la integración de las TIC en los procesos productivos. La estabilidad financiera se afianzó, por el fortalecimiento de la regulación y supervisión, la confianza en las políticas monetarias y la relativa atenuación de los riesgos de deflación en la eurozona (2).

Los países emergentes y en desarrollo solo crecieron el 4% en 2015, lo que tuvo un impacto adverso en el crecimiento del PIB global y el comercio internacional (el mundo emergente y en desarrollo representa hoy el 50% de la economía mundial en términos de paridad del poder adquisitivo). Recuérdese que estos países habían registrado un crecimiento del 8,7% del PIB en 2007, y desde ese año su crecimiento medio fue un punto porcentual menor a su crecimiento medio del

**Gráfico 1**

**Tasas de crecimiento del PIB real**

Datos en porcentaje

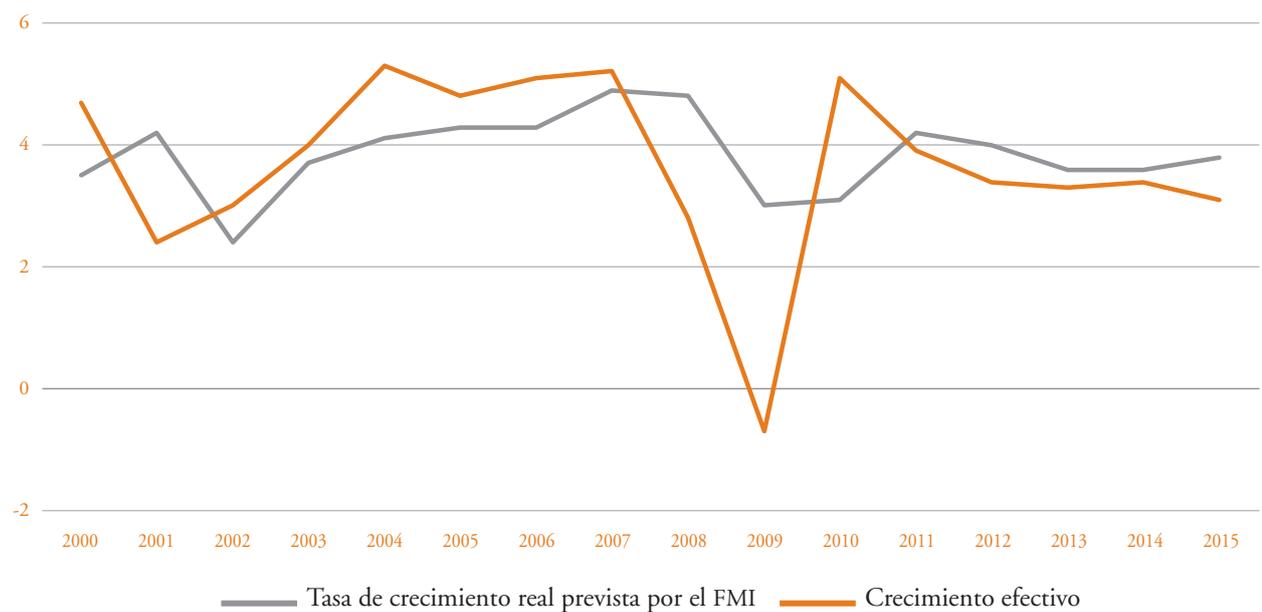


Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**Gráfico 2**

**Tasas de crecimiento del PIB real, prevista y efectiva**

Datos en porcentaje



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

periodo 1995-2007. En todo caso, como el ritmo de crecimiento de los emergentes fue el doble que el de los desarrollados, el peso de aquellos siguió aumentando en el PIB mundial.

El comportamiento de los países emergentes y en desarrollo refleja en buena medida el ajuste a la baja del crecimiento económico en China, y en menor medida, de otros países emergentes, como Brasil, debido a cuellos de botella propios del crecimiento rápido registrado en la primera década de este siglo, que dejó un legado de elevada deuda corporativa y un exceso de inversión. En el caso de los emergentes exportadores netos de materias primas, la reducción de su tasa de crecimiento fue mayor debido al descenso vertiginoso de los precios de las materias primas iniciado en el verano de 2014, como consecuencia de la menor demanda de China. En todos estos países las posiciones fiscales se deterioraron. Las bolsas emergentes tuvieron un mal comportamiento, con retornos negativos del 17,3%. En concreto, en Latinoamérica la caída de las bolsas fue del 32%. Los flujos de capitales a mercados emergentes descendieron, siguiendo la tendencia marcada desde finales de 2013. Según el Institute of International Finance, estos flujos cayeron por debajo del nivel de 2008, siendo probablemente de signo negativo en términos netos para todo el año 2015, por primera vez desde 1988. Lo cierto es que, a pesar de que muchos países emergentes han reforzado sus políticas y la resistencia a los *shocks* externos, varias de las principales economías de este grupo afrontan desequilibrios internos sustanciales y un crecimiento más bajo.

En particular, la desaceleración en China provocó la caída de la demanda externa en otros países asiáticos, como Japón y Corea del Sur, lo que es lógico teniendo en cuenta que en 2014 más de un tercio de todas las importaciones de mercancías en China procedieron de socios comerciales de la región asiática. En Estados Unidos y la eurozona la exposición comercial a China es menor, aunque no desdeñable en el caso de algunos países, como Alemania. Estas regiones avanzadas en cambio están claramente expuestas a la menor demanda de los principales socios comerciales de China.

Un hecho curioso del panorama internacional de 2015 es que las dos primeras economías mundiales,

Estados Unidos y China, se movieron en direcciones opuestas. La economía estadounidense prosiguió la consolidación de su recuperación, alcanzando prácticamente el pleno empleo. Por el contrario, China se desaceleró notablemente. Esta divergencia planteó dificultades, sobre todo a los países emergentes, que se venían beneficiando durante años de la bonanza china y de los flujos de crédito barato procedentes de Estados Unidos. Las dificultades de los emergentes pueden concretarse, por un lado, en un descenso pronunciado de los precios de las materias primas y, por otro lado, en una salida neta de capitales de esos países al exterior junto a un encarecimiento de las deudas denominadas en dólares del sector público y sobre todo privado de dichos países. Veamos por qué se produjeron estos dos efectos.

En primer lugar, la desaceleración de la economía china afectó negativamente a la demanda de importaciones mundiales (China representa el 10,5% de la importación mundial de mercancías). Esta menor demanda afectó negativamente a todos los socios comerciales de China, sobre todo a los exportadores de materias primas. El retroceso de la demanda china provocó además un incremento de la sobreoferta de materias primas, con el consiguiente descenso de los precios de estos productos en los mercados internacionales. En segundo lugar, la respuesta de la Reserva Federal (Fed) al ciclo alcista en Estados Unidos, consistente en el anuncio, hecho ya en 2014, de un aumento de los tipos de interés –la subida, del 0,25%, se materializó el 16 de diciembre pasado– provocó una salida de capitales desde los países emergentes hacia los mercados estadounidenses en busca de una mayor rentabilidad, así como una apreciación sustancial de la moneda norteamericana –un 15% respecto a las monedas de sus principales socios comerciales en los dos últimos años–, que perjudicó a los emergentes por dos vías: primera, la salida de capitales provocó restricciones financieras en esos países, algunos de los cuales (Chile, Colombia, Perú o Sudáfrica) se vieron obligados a subir sus tipos, incluso anticipándose a la Fed en esta acción; y, segunda, las empresas en los países emergentes endeudadas en dólares (principalmente China, Brasil, Rusia, México y Corea del Sur, según el Banco Internacional de Pagos de Basilea) tuvieron que enfrentarse a un aumento de la carga de esas deudas, que se empezaron a acumular

de forma importante en 2010 (el Banco Internacional de Pagos de Basilea ha estimado esa deuda en unos 1,3 billones de dólares). Existe por lo tanto un riesgo de quiebra de muchas empresas y bancos de países emergentes, que no puedan hacer frente a esas deudas, por estar sus activos y pasivos desajustados en cuanto a la composición por monedas, al igual que ocurrió durante la crisis asiática de finales de los años noventa del siglo pasado. Este riesgo, en caso de materializarse, podría comprometer la solvencia de las entidades financieras, con efectos dominó sobre el sistema global.

En cuanto a la inflación, se redujo a nivel mundial por los menores precios del petróleo y de otras materias primas, así como por la propia desaceleración de la demanda mundial. En los países avanzados, la inflación media fue del 0,3%, mientras que en los emergentes fue del 5,6%. Estas cifras ocultan importantes diferencias entre países. La inflación en Estados Unidos fue tan solo del 0,1% para todo el año (aunque la subyacente fue del 1,3%), muy lejos del objetivo de la Fed del 2%, y ello por los menores precios de la energía y de los productos importados. En la eurozona la tasa de inflación siguió en niveles excesivamente bajos (0,2%), muy alejados del objetivo del BCE de mantener la inflación por debajo del 2% pero próxima a este valor. De ahí que el BCE anunciase el pasado 2 de diciembre la prórroga de su plan de compras de activos financieros hasta marzo de 2017. La depreciación del euro, junto a la recuperación de la actividad, debería contribuir a elevar los precios. En China e India la inflación fue moderada gracias a los menores precios de importación. Sin embargo, en algunos países emergentes que sufrieron depreciaciones acentuadas en sus tipos de cambio, la tasa de inflación tendió a aumentar. Esto ocurrió en Brasil (inflación del 8,8%) y, sobre todo, en Rusia (15,8%). Venezuela alcanzó la tasa más elevada del mundo: el 150%, a gran distancia del segundo, Ucrania, con el 50%. Estos países carecieron de margen para una política monetaria expansiva que estimulase el crecimiento. Una reducción de tipos hubiese llevado a una mayor depreciación, lo que hubiese aumentado la inflación y el endeudamiento corporativo denominado en dólares.

El comercio internacional de bienes y servicios creció en volumen un 3,2% en 2015. Se trata de una tasa

moderada, que continúa la tendencia de los últimos cuatro años, en los que el comercio mundial tan solo creció al ritmo del PIB, a diferencia de lo que ocurría en los años noventa del siglo pasado y principios de la década de 2000, en que la tasa de crecimiento del comercio internacional prácticamente doblaba la del PIB mundial. La evolución discreta del comercio en 2015 se debió al retroceso de la demanda de los países emergentes (China sobre todo, Brasil o Rusia), el lento crecimiento del PIB de la eurozona (que representa un tercio del comercio mundial), la disminución del comercio entre Rusia y Occidente por el conflicto en Ucrania, y otros factores tales como la incertidumbre y la volatilidad en los mercados a partir del verano.

En 2015 fueron firmados algunos acuerdos comerciales internacionales de gran calado, que una vez ratificados permitirán mejorar en el futuro las cifras del comercio y del crecimiento del PIB mundial. Cabe citar el acuerdo de tipo regional Transpacífico de Cooperación Económica, o TPP (*Trans Pacific Partnership*), el acuerdo multilateral de la OMC sobre Facilitación del Comercio (*Trade Facilitation Agreement*), y el acuerdo multilateral de la OMC de Nairobi (Paquete de Nairobi) sobre eliminación de subsidios a la exportación de productos agrícolas.

Otros acuerdos internacionales relevantes en otras áreas, firmados o ratificados en 2015, que tendrán un impacto económico significativo en futuros ejercicios, fueron el Acuerdo de París sobre Cambio Climático, la reforma de la gobernanza en el FMI, la normalización de las relaciones de Estados Unidos con Cuba, los acuerdos del Club de París sobre la deuda de Argentina y de Cuba, la normalización de las relaciones de la comunidad internacional con Irán tras el acuerdo sobre el programa nuclear de Irán firmado por ese país y el G5+1 (Estados Unidos, Rusia, China, Francia, Reino Unido y Alemania), y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU, que han sustituido a los Objetivos de Desarrollo del Milenio de la ONU.

## 1.2. Evolución por países y regiones

En el cuadro 1 se presentan las tasas de crecimiento de los principales países y regiones del mundo en los tres últimos años, así como las proyecciones para 2016, según datos del FMI.

**Cuadro 1**

**Tasas de crecimiento del PIB en 2015**

Datos en porcentaje

	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Mundo</b>	3,3	3,4	3,1	3,6
<b>Países avanzados</b>	1,1	1,8	2,0	2,2
Estados Unidos	1,5	2,4	2,6	2,8
Eurozona	-0,3	0,9	1,5	1,6
Alemania	0,4	1,6	1,5	1,6
Francia	0,7	0,2	1,2	1,5
Italia	-1,7	-0,4	0,8	1,3
España	-1,2	1,4	3,1	2,5
Unión Europea	0,2	1,5	1,9	1,9
Japón	1,6	-0,1	0,6	1,0
Reino Unido	1,7	3,0	2,5	2,2
Canadá	2,0	2,4	1,0	1,7
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	5,0	4,6	4,0	4,5
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	2,2	1,0	-2,7	0,5
Rusia	1,3	0,6	-3,8	-0,6
Asia emergente y en desarrollo	7,0	6,8	6,5	6,4
China	7,7	7,3	6,8	6,3
India	6,9	7,3	7,3	7,5
ASEAN-5 (*)	5,1	4,6	4,6	4,9
Latinoamérica y Caribe	2,9	1,3	-0,3	0,8
Brasil	2,7	0,1	-3,0	-1,0
México	1,4	2,1	2,3	2,8
Oriente Medio y norte de África	2,1	2,6	2,3	3,8
Arabia Saudí	2,7	3,5	3,4	2,2
África Subsahariana	5,2	5,0	3,8	4,3
Nigeria	5,4	6,3	4,0	4,3
Sudáfrica	2,2	1,5	1,4	1,3

(p): Previsión.

(\*): Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre 2015.

La economía de Estados Unidos logró una importante consolidación de la recuperación, con un crecimiento positivo por séptimo año consecutivo. El crecimiento en 2015 fue del 2,6%, merced al motor del consumo de los hogares. El consumo debió su dinamismo a la mejora del empleo y de la renta disponible –esto último como consecuencia de la reducción de los precios del petróleo y de los productos importados gracias a la apreciación del dólar–, así como a unos tipos de interés extremadamente bajos por la política monetaria no convencional. La tasa de paro se situó a partir de octubre en el 5%, valor que se corresponde con un nivel cercano al pleno empleo. La inflación todavía fue muy reducida –el FMI la estima en el 0,1% para todo el año 2015– y lejos del objetivo de la Fed del 2%, y ello por los menores precios de la energía y de los productos importados. Las mejoras salariales todavía fueron muy modestas, pese a la intensa creación de empleo –dos millones de empleos creados en cada uno de los seis últimos años–. Sin embargo, los analistas no prevén un aumento rápido de los salarios por los siguientes factores: la necesidad de competir internacionalmente, la caída de la afiliación sindical, la baja participación laboral y la tendencia al reducido crecimiento de la productividad (0,5% al año durante el periodo 2010-2015, comparado con un 2% anual en los cinco años anteriores a 2010). Este relativo estancamiento de los salarios ha hecho que algunos hablen del *new normal*, situación en la que el nivel de vida aumenta de forma muy lenta. Por último, los tipos de interés de referencia fueron objeto de una subida del 0,25% el 16 de diciembre pasado, la primera desde 2006. Con esta acción, la Fed se encaminó hacia la normalización monetaria, tras un dilatado periodo de tipos de interés próximos a cero. En opinión de algunos, trató así de preservar su credibilidad, toda vez que había anunciado la subida de tipos tan pronto como la tasa de desempleo alcanzase el 5%. La decisión de la Fed tuvo sus detractores, que consideran que la situación económica en Estados Unidos todavía no justifica dicha normalización, como lo demuestra la bajísima tasa de inflación, más propia de un ciclo muy bajo. Además sostienen que la reducción de la demanda internacional y la apreciación del dólar, que proseguirá dado el anuncio de la Fed de que subirá tipos cada tres meses, llevará a una sustancial contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB (ya fue negativa, del 0,6%

en 2015). En cualquier caso, EE.UU. seguirá siendo en 2016 la locomotora del mundo. Representa el 13% de la importación mundial de mercancías y un porcentaje mucho mayor de los flujos de capitales mundiales.

La Unión Europea (UE) y la eurozona, las áreas más frágiles de la economía global en los últimos cinco años, mejoraron su comportamiento económico en 2015, al crecer el 1,9% y el 1,5%, respectivamente, superando de manera importante las tasas del año anterior –la eurozona creció el 0,9% en 2014. Esta región pudo recuperar el nivel del PIB que tenía antes de la gran crisis, habiendo tardado ocho años en hacerlo (el doble que Estados Unidos). El motor principal de crecimiento fue la demanda interna, apoyada por una política monetaria acomodaticia y acompañada por una política fiscal más bien neutral, al igual que en 2014, tras años de políticas de severa austeridad. Otros factores adicionales estimularon de manera importante la actividad económica en la región. En primer lugar cabe señalar la bajada de los precios del petróleo, hecho relevante al ser la región importadora neta de hidrocarburos. Esta bajada mejoró la renta disponible de la eurozona, aunque hay que señalar que la menor demanda en los países emergentes compensó en parte estos efectos positivos, puesto que la exportación a países emergentes representa el 25% de la exportación total de la eurozona y, en el caso de Alemania, el principal cliente es China. En segundo lugar, la depreciación del euro con respecto al dólar (del 22% desde la primavera de 2014 hasta el final de 2015), derivado de la asimetría de las políticas monetarias de Estados Unidos y de la eurozona, tuvo un impacto positivo sobre la actividad, si bien de carácter moderado, ya que, por un lado, la Comisión Europea ha estimado que solo algo menos de la mitad de la variación cambiaria se traslada a los precios de exportación (3) y, por otro lado, parte de los efectos positivos sobre el PIB de la depreciación se cancelan por las mayores importaciones de bienes y servicios del exterior. Además, la depreciación contrarrestó en parte los beneficios de la caída del precio del petróleo, cuyo comercio utiliza al dólar como moneda de denominación. En tercer lugar, la puesta en marcha de una política monetaria no convencional por parte del Banco Central Europeo (BCE), con una ampliación del volumen y de la composición de las compras de activos, permitió reducir a niveles próximos a cero los tipos de interés en la eurozo-

na, estimulando el crédito y la inversión (4). La mejora de los salarios y de las perspectivas de empleo también actuaron a favor de una mejora de la confianza de los consumidores. Por último, la puesta en marcha por la Comisión Europea del nuevo Plan de Inversión (Plan Juncker) generó expectativas favorables de aumento de la actividad, aunque los efectos de este plan se dejarán notar más en el medio plazo. Este plan tendría la virtud de incrementar el gasto de inversión, que en 2015 fue modesto en la mayoría de los Estados miembros, en parte por la necesidad de proseguir el desapalancamiento iniciado en anteriores ejercicios y en parte por las inciertas perspectivas de futuro.

Por primera vez desde el comienzo de la crisis, en 2015 el PIB creció en todos los países de la UE. En Polonia, Reino Unido y España se registraron tasas de crecimiento por encima de la media de la UE. Polonia es el único país miembro que mantuvo tasas de crecimiento positivas durante y después de la crisis financiera. El Reino Unido logró un crecimiento significativo del 2,5%, lo que le permitió recuperar la tasa de paro anterior a la Gran Recesión (5,5%). En Alemania, que representa casi el 30% del PIB de la eurozona, el crecimiento en 2015 (1,5%) estuvo cerca de la media de la UE, siendo su principal motor la demanda interna. Francia mostró signos de recuperación gradual, sobre todo de la mano del consumo de los hogares. En Italia el crecimiento pasó a ser positivo en 2015 (0,8%), ayudado por el aumento de la demanda externa. En España la actividad económica mostró un gran dinamismo gracias a la mejora de las condiciones financieras y a la recuperación del mercado de trabajo, que estimularon la demanda interna. En Grecia el tercer rescate por importe de 86.000 millones de euros alivió las tensiones en los mercados financieros y alejó el riesgo de ruptura a corto plazo en la eurozona. Sin embargo, la incertidumbre sobre la dirección de las políticas griegas afectó a la confianza en el país, que podría tardar en recuperar un crecimiento sostenido. Además persisten las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda a largo plazo. La UE y la eurozona siguieron realizando grandes progresos en el objetivo de reducción del déficit público, así como en la construcción de la unión bancaria. Sin embargo, queda mucho por hacer en el campo de la reducción de la deuda pública y privada. La deuda pública siguió en aumento (la ratio de la deuda alcanzó el 94,4% del PIB

en la eurozona en 2015), lo que podría plantear una vuelta a la inestabilidad financiera en periodos futuros. El crecimiento económico y la inflación lograrán esperablemente reducir la carga de la deuda.

En China el crecimiento del PIB en 2015 sufrió una desaceleración —que seguramente proseguirá en 2016—, al situarse en el 6,8% en lugar del 7,3% del año anterior. El principal argumento de esa ralentización fue un menor crecimiento de la inversión y de las exportaciones. El consumo privado mantuvo su dinamismo (representó el 60% del crecimiento del PIB). El sector exterior realizó una mayor contribución positiva al avance del PIB, ya que aunque disminuyeron las exportaciones, las importaciones lo hicieron en mayor medida. A mediados de junio los mercados financieros sufrieron un traspíe al publicarse el dato de menor crecimiento, pero las autoridades económicas reaccionaron mediante intervenciones en los mercados de capitales y cambiarios, con devaluación del *renminbi* del 4%, logrando tranquilizar a los inversores. Sin embargo la volatilidad en los mercados financieros mundiales se disparó en agosto, notándose un aumento en la aversión global al riesgo. El detonante de todas estas turbulencias fue la preocupación por las perspectivas económicas en China y, en general, en todos los países emergentes.

La economía china se encuentra en proceso de reequilibrio hacia el consumo y los servicios, en detrimento de la inversión y de la exportación. El gobierno chino desea estimular esa transición, aunque muchos analistas consideran que priorizará la estabilidad macroeconómica frente a la realización de reformas estructurales. Lo cierto es que el consumo es ahora una fuente de crecimiento mayor que la inversión, aunque el crecimiento de ambos tipos de gasto fue más débil que en el pasado. Por el lado de la oferta, el sector servicios ya fue la principal fuente de crecimiento (representa el 50% del PIB), mientras que por el contrario la industria se desaceleró a la tasa más baja desde 2008. El riesgo es de un aterrizaje forzoso en el proceso de reajuste desde la inversión y exportación hacia el consumo y los servicios, mientras el país hace frente al desendeudamiento de las empresas y de los gobiernos locales tras el *boom* crediticio de inversión e inmobiliario. Si el crecimiento de China fuese menor del previsto en 2016, el efecto

sobre el PIB global se haría notar. La OCDE (5) ha calculado que una reducción de dos puntos porcentuales de la demanda china en 2016 y 2017 podría reducir el crecimiento global del PIB en 0,5 puntos porcentuales en ambos años. Sin embargo, China tiene margen para defenderse de los *shocks*. En primer lugar, aún disfruta de un enorme superávit corriente, y sus reservas exteriores, por valor de 3,5 billones de dólares, más que triplican su deuda externa. Además el gobierno tiene mucha capacidad de intervención en la economía mediante políticas fiscales y monetarias, que van más allá de las medidas anunciadas tras las turbulencias del verano pasado (reducción de tipos de interés de un punto, medidas para apoyar los precios de los activos y el crédito, gasto público adicional equivalente al 1,5% del PIB en infraestructuras de transporte, etcétera).

En Japón la expansión económica se detuvo en 2015 como consecuencia de la ralentización económica en China y otros países de la región, y también por el menor consumo privado debido al aumento del IVA del 5% al 8% operado en abril pasado. El país solo creció el 0,6% en 2015, y se encuentra actualmente en recesión técnica (dos trimestres seguidos de crecimiento negativo), lo que ha hecho mella en la popularidad del primer ministro Shinzo Abe y en la credibilidad de su programa económico *Abenomics*. El riesgo de deflación, que se había logrado detener, se ha reavivado por el descenso del precio del petróleo, que ha situado el índice de precios al consumo en el 0% para todo el año 2015. La deuda pública acumulada alcanzó más del 240% del PIB, la ratio más elevada del mundo. Sin embargo, la rentabilidad del bono a 30 años se sitúa tan solo en el 1,36%. La razón es que la mayor parte de la deuda está colocada entre ahorradores japoneses, que siguen mostrando apetito por los bonos públicos (6). Para que la deuda sea sostenible, el país necesita un mayor crecimiento económico, que sea compatible con el marco de consolidación fiscal que ha establecido el gobierno, que comprende un objetivo de superávit público primario para 2020, medida necesaria para atajar un déficit público estructural de más del 5%. Como puede verse, no es tarea fácil.

La región de Latinoamérica y Caribe sufrió un marcado descenso del crecimiento, que se situó en terreno negativo (-1,3%) por primera vez en los últimos diez

años, con la excepción del año 2009. Este descenso se debió a la reducción de los precios de las materias primas exportadas por los países de la región y a las elevadas tasas de inflación, que limitaron el margen de maniobra de los bancos centrales para impulsar el crecimiento. La recesión en Brasil fue mayor de lo esperado, pues le afectó tanto la menor demanda de China, como los menores precios de las materias primas exportadas. Además sufre una severa crisis política, debida en buena parte a los episodios de corrupción en la petrolera Petrobras. La presidenta Roussef no logró la aprobación de las medidas fiscales necesarias para atajar el desequilibrio en las cuentas públicas, y se enfrenta a una moción de censura en el parlamento. La deuda corporativa en Brasil se multiplicó por doce desde 2007, y tiene déficit público y corriente, por lo que depende del capital exterior. Le falta maniobra monetaria y fiscal. La calificación de riesgo soberano del país fue rebajada por la agencia Fitch al nivel más bajo dentro del grado de inversión, al igual que lo hizo Moody's. Standard&Poor's ya había rebajado la deuda soberana de Brasil al nivel de bono basura en septiembre pasado. México también se resintió de unos menores ingresos por la venta de petróleo, aunque logró crecer un 2,3% en 2015. La depreciación de las monedas locales frente al dólar hizo aumentar la carga de la deuda denominada en dólares. Brasil es precisamente de los países con mayores cantidades de deuda denominada en dólares, con el consiguiente riesgo de quiebras y dificultades en el sistema financiero. Los déficits fiscales estructurales aumentaron en casi todos los países, que se enfrentan a la necesidad de consolidación fiscal durante un dilatado periodo. El crecimiento en EE.UU. ayudará a México, Centroamérica y Caribe. La Cepal prevé que en 2016 los precios de las materias primas sudamericanas se mantendrán bajas —exceptuando algunos productos agrícolas—, lo que perjudicará a México, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Las economías pequeñas como Bolivia, Cuba, Guatemala, Nicaragua, Panamá y República Dominicana crecerán más del 4%. Siguiendo al BID (7), la subida de tipos en EE.UU. tendría un impacto reducido en Latinoamérica si los países de la región pudiesen explotar la financiación en euros a tipos bajos. Pero en el pasado, en circunstancias parecidas, el continente no cambió de moneda en función de los diferenciales euro-dólar, lo que hace presagiar una

conducta parecida en el presente, lo que será perjudicial para los prestatarios en dólares.

El retroceso económico en Rusia fue mayor de lo previsto, siendo la tasa de crecimiento negativa en 2015 (-3,8%). El país sufrió el impacto negativo del descenso de los precios del petróleo, de la reducción de la demanda mundial de petróleo, y de una elevada tasa de inflación (15,8%) derivada en buena parte de la depreciación del rublo. Las sanciones económicas impuestas por la UE a Rusia también dañaron la economía del país, que carece de margen de maniobra para una política monetaria expansiva.

India creció al 7,3% en 2015, superando a China por primera vez en muchos años. Sin embargo esta tasa es inferior al 8,5% del periodo 2005-2010. Y muy inferior al crecimiento de China cuando este país tenía el tamaño de India hace diez años, en que crecía al 13%. La economía india se ha beneficiado de los menores precios de las materias primas y de la buena marcha del consumo y de la inversión en infraestructuras. Los menores precios del crudo mejoraron el déficit por cuenta corriente y la inflación, lo que a su vez otorgó

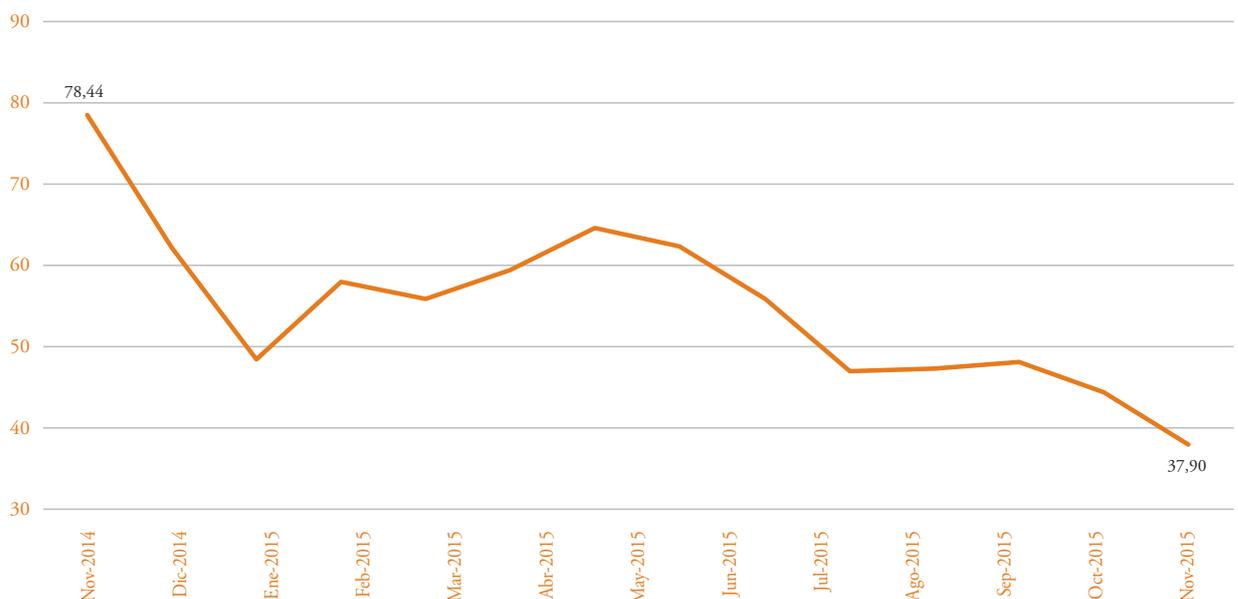
al gobierno margen de maniobra para una política monetaria expansiva, que se tradujo en un recorte de un punto de los tipos de interés. La inversión extranjera directa también tuvo un buen comportamiento.

En Oriente Medio y África Subsahariana, los datos de crecimiento fueron asimismo decepcionantes. Oriente Medio solo creció el 2,3%, y África Subsahariana tan solo el 3,8%, muy por debajo de años anteriores. La inestabilidad geopolítica en la región y los descensos en los precios de las materias primas, incluido el petróleo, fueron los principales causantes de las moderadas tasas de crecimiento.

## 2. Los precios de las materias primas

Los precios de las materias primas (8) cayeron casi un 26% en promedio en 2015, según el índice Bloomberg Commodity Index (9). Si se comparan con su nivel más alto, la caída fue de un 80%. En los gráficos 3 a 7 se puede apreciar la evolución durante 2015 de los precios del petróleo Brent, haba de soja, cobre, mineral de hierro y aluminio.

**Gráfico 3**  
**Precio del petróleo Brent**  
Dólares el barril

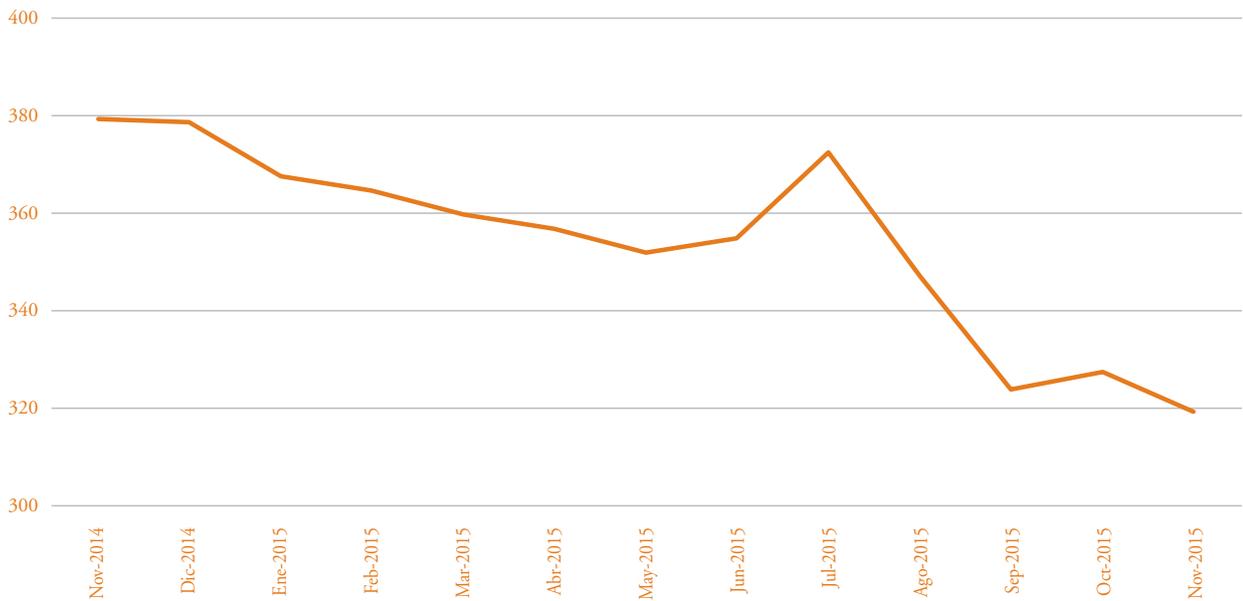


Fuente: Index Mundi.

**Gráfico 4**

**Precio de las habas de soja**

Dólares la tonelada métrica

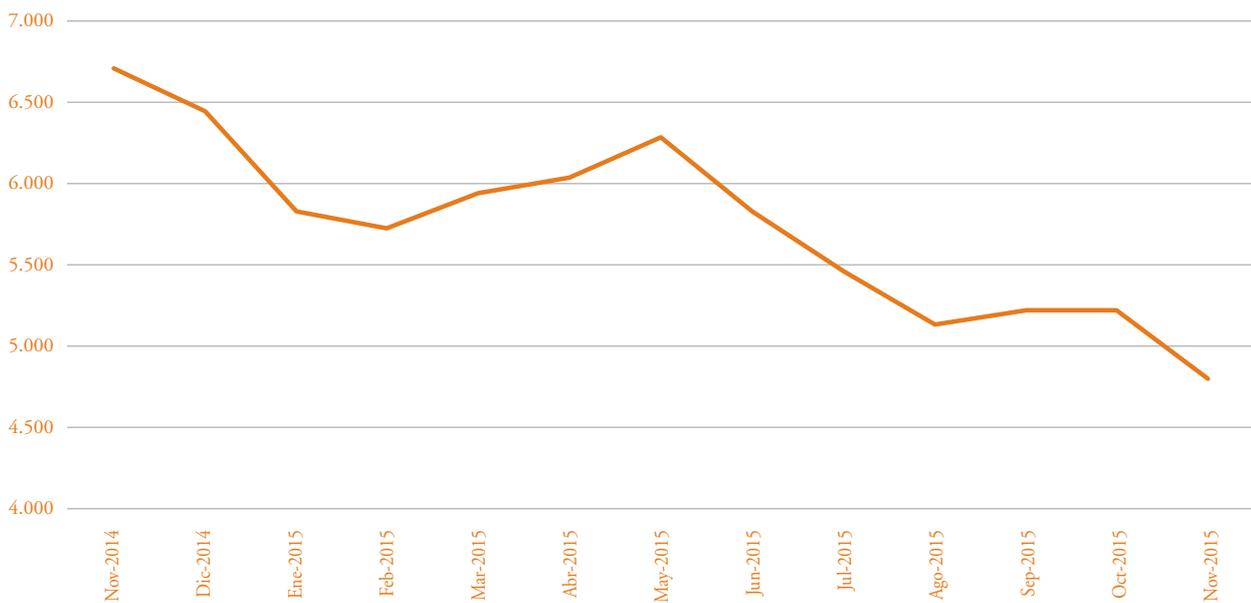


Fuente: Index Mundi.

**Gráfico 5**

**Precio del cobre**

Dólares la tonelada métrica

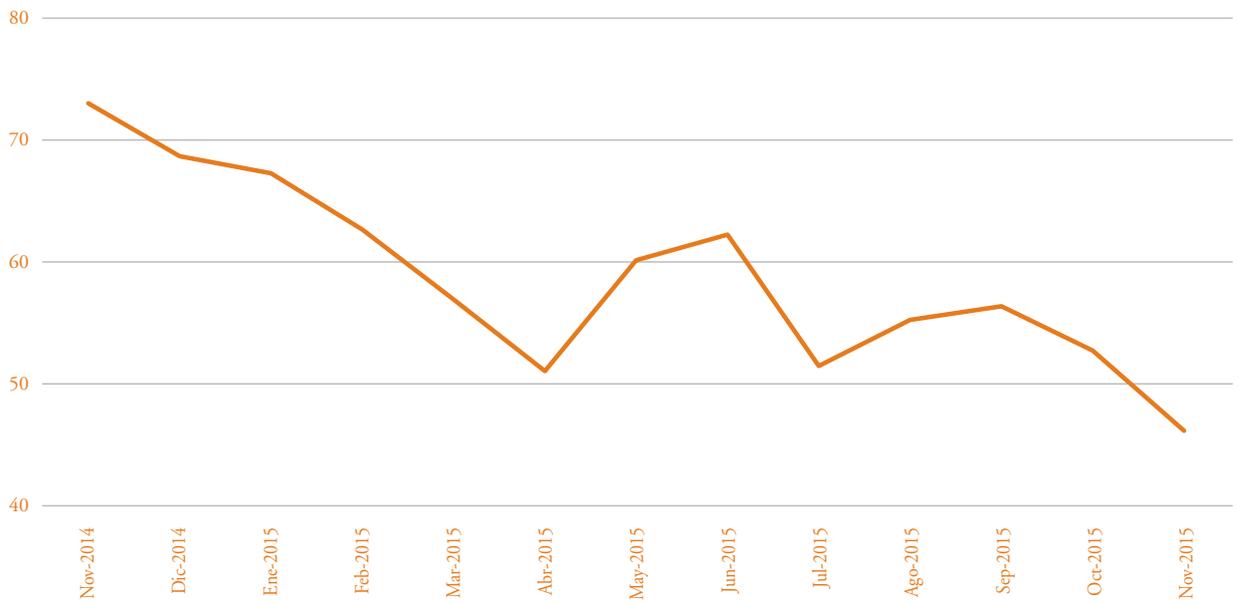


Fuente: Index Mundi.

**Gráfico 6**

**Precio del mineral de hierro**

Dólares la tonelada métrica seca

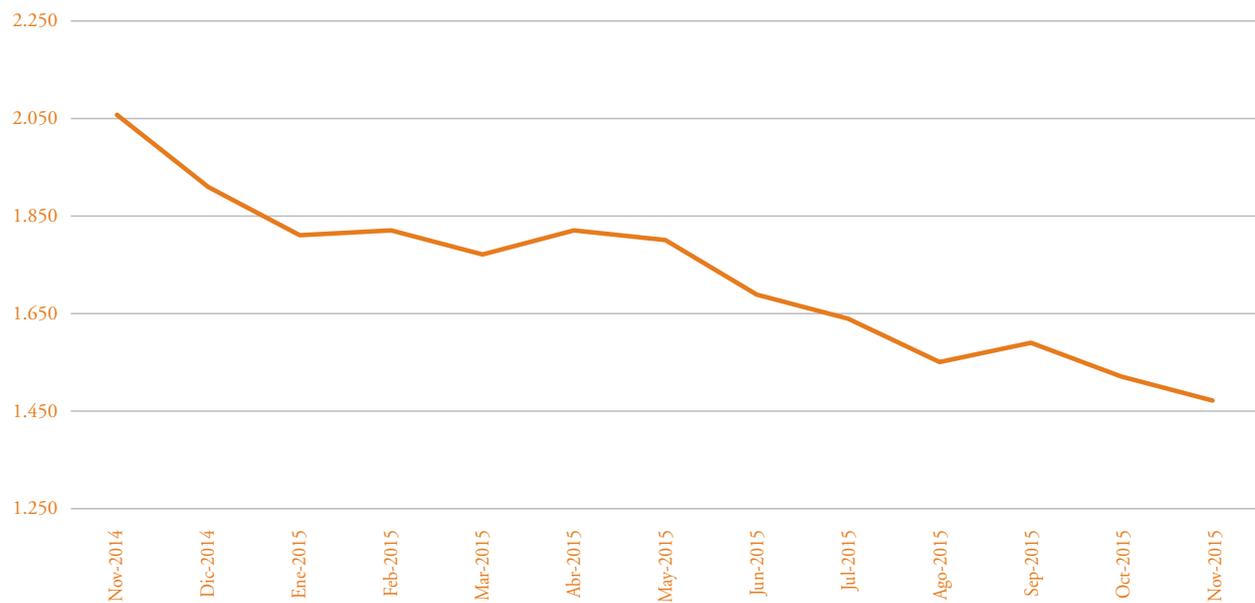


Fuente: Index Mundi.

**Gráfico 7**

**Precio del aluminio**

Dólares la tonelada métrica



Fuente: Index Mundi.

El descenso de los precios de las diferentes materias primas que ha venido produciéndose desde hace tres años se ha debido a una menor demanda de las mismas, como consecuencia sobre todo de la desaceleración del crecimiento económico de China y, en menor medida, de otros países emergentes. En el caso de los alimentos, la bajada de precios se debió además en algunos casos a cosechas excepcionales (trigo, maíz, arroz). En el caso del petróleo, la caída de su precio se debió además a otros tres factores: primero (y sobre todo), la ampliación de la oferta de petróleo en Estados Unidos (10) al tiempo que se mantenía en el área OPEP, donde países como Arabia Saudí o Emiratos Árabes Unidos han seguido la política de mantener su producción para no ceder cuota de mercado a otros países productores, sobre todo de fuera de la OPEP; segundo, la calidez del invierno en el hemisferio occidental hasta niveles sin precedentes desde que existen registros de temperatura; y tercero, las expectativas favorables del regreso de Irán a los mercados de exportación de petróleo por el final del embargo, en el marco de los acuerdos Irán-G5+1 en el seno de la ONU. La Agencia Internacional de la Energía estima que hay un exceso de producción mundial de petróleo de unos tres millones de barriles al día.

El descenso del precio de muchas materias primas se debió a la menor demanda china porque los últimos quince años de bonanza en China convirtieron a este país en la principal fuente de demanda de estas. Para materias primas como el cobre, aluminio, níquel o zinc, China representa el 50% de la demanda. Además el 80% del aumento de la importación global de habas de soja, café y algodón desde el año 2000 correspondió a China, según el Banco Mundial. El papel de la desaceleración de la economía china ha sido más significativo en los mercados de metales que en el del petróleo. Algunos países especialmente afectados por la caída de precios de las materias primas distintas del petróleo fueron Chile, Brasil, Argentina, Australia, Nueva Zelanda, Mongolia y Sudáfrica.

La bajada de los precios del petróleo implica una sustancial redistribución de renta desde los exportadores de petróleo hacia los importadores, que ven mejorada su renta real disponible. Por ejemplo, España

ahorró un 30% de la factura energética en los diez primeros meses de 2015 respecto al mismo periodo de 2014. En cambio, para los exportadores la reducción de los precios de las materias primas restará un punto porcentual de crecimiento de su PIB, según estimaciones del FMI.

El efecto neto sobre el crecimiento del PIB global del descenso del precio de las materias primas es positivo a corto plazo —el aumento del PIB global será del 0,5%— porque la propensión marginal al consumo en los países importadores, que son en su mayoría avanzados, es mayor que en los exportadores, de forma que el mayor consumo de los importadores (por el aumento de su renta disponible) se compensa solo en parte con el menor consumo de los exportadores. La caída de ingresos por exportación ha provocado depreciaciones de las monedas de los países exportadores respecto al dólar, lo que ha ahondado la crisis pues ha generado un deterioro de la relación real de intercambio, un aumento de la inflación y una mayor carga de la deuda pública y privada denominada en dólares. Un aspecto positivo es que algunos países emergentes están aprovechando la situación de precios bajos del petróleo para reducir los subsidios al consumo de productos energéticos (que ascienden a 5,3 billones de dólares, según el FMI). Tal es el caso de China e India.

Los principales países emergentes exportadores de petróleo notaron en 2015 los efectos adversos de la caída de precios sobre sus economías. Pueden citarse como ejemplo Venezuela, Rusia y Arabia Saudí. En Venezuela, la caída del precio del petróleo se sumó a una nefasta gestión económica del gobierno de Nicolás Maduro, que llevaron al país a una gravísima recesión, con crecimiento negativo del PIB del 10% en 2015. En Rusia, el *shock* del petróleo se sumó a una delicada situación económica por el conflicto geopolítico derivado de la invasión de Crimea. En los países del Golfo Pérsico el abaratamiento del petróleo condujo a una disminución de ingresos por importe de 360.000 millones de dólares. En particular, en Arabia Saudí el desplome de los precios del crudo fue responsable de una caída de ingresos públicos del 46% y de un déficit público del 15% del PIB en 2015, debiendo financiarlo en parte con la emisión de bonos en los mercados exteriores. El gobierno se está viendo obligado a acometer un duro

plan de ajuste fiscal, que incluye reducciones en las subvenciones a la energía y la ralentización de algunos grandes proyectos de infraestructura. Varias entidades soberanas de mercados emergentes en el sector energético están expuestas al riesgo de quedar desclasificadas del grado de inversión a medio plazo en caso de prolongación de la actual coyuntura de precios.

### 3. Conclusión

El año 2015 trajo algunas novedades en el panorama global. Destaca la divergencia que se vio confirmada en el ciclo económico de las dos grandes potencias, Estados Unidos y China. Esta evolución dispar y las distintas respuestas de la política económica para enfrentarla han determinado alteraciones en los precios de los activos financieros, de las monedas y de los bienes comerciados globalmente, destacando el descenso de los precios del petróleo y otras materias primas, la subida de los tipos de interés en Estados Unidos, los tipos próximos a cero en la eurozona y la apreciación del dólar y correlativa depreciación de las demás monedas. Estos cambios han comportado beneficios para algunos, pérdidas para otros y para todos la necesidad de replantear las opciones de política económica. Los ganadores en 2015 fueron Estados Unidos, la eurozona y otros emergentes importadores de petróleo, como la India. Los perdedores fueron China, los exportadores de materias primas y los países emergentes fuertemente endeudados en dólares. Los efectos de segunda vuelta determinarán seguramente una suavización tanto de ganancias como de pérdidas. Por ejemplo, la eurozona está muy expuesta a una crisis en los países emergentes. Por otro lado, existen riesgos de que la crisis en los países emergentes pueda desbordarse hacia los sistemas financieros, debido al fuerte endeudamiento en algunos de estos países. En cualquier caso, todas estas evoluciones corroboran la naturaleza global de la economía de nuestro planeta, y ello impone a los gobiernos una lista de deberes más abultada y compleja que en los tiempos en que la globalización se encontraba en una fase más temprana de desarrollo. En ese sentido, el principal riesgo es seguramente más político que económico, máxime en aquellos países que están asistiendo a un surgimiento de partidos políticos de corte radical y populista, que pueden dificultar la

implementación de políticas que garanticen la sostenibilidad económica y el bienestar social en el medio y largo plazo. Finalmente, y para terminar con una nota positiva, es justo resaltar los excepcionales esfuerzos de cooperación económica internacional que se han realizado en 2015 en numerosos frentes (comercial, financiero, desarrollo, o medio ambiente) y que han cristalizado en un gran número de acuerdos internacionales de gran calado, a los que se ha hecho referencia en este trabajo, cuyos frutos se irán recogiendo en los próximos meses y años.

### NOTAS

- (1) *World Economic Outlook*, Octubre de 2015, Fondo Monetario Internacional.
- (2) «Informe Global de Estabilidad Financiera 2015», Fondo Monetario Internacional.
- (3) Comisión Europea (2015), *European Economic Forecast*, Winter 2015, pág. 52.
- (4) En la reunión de política monetaria del 3 de diciembre, el BCE comunicó que ampliará el programa seis meses más, hasta al menos marzo 2017. En esa fecha habrá ampliado su balance en unos 1.500.000 millones de euros. Además recortó el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta -0,3%, un mínimo histórico, amplió el rango de activos comprados (gobiernos regionales y locales) y, en un esfuerzo por reafirmar su *forward guidance*, anunció la reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el programa de compra de activos a medida que venzan y durante el tiempo que sea necesario. En los nueve primeros meses del programa, el BCE adquirió 448.700 millones de euros de bonos públicos (Public Sector Purchase Programme), 87.300 millones de euros a través del programa de adquisiciones de bonos garantizados y 12.000 millones de euros a través del programa de compras de bonos de titulización de activos. BBVA Research, *Monitorizando la expansión de balance del BCE*, 16 de diciembre de 2015.
- (5) *OECD Economic Outlook*, Volume 2015 Issue 2©OECD 2015.
- (6) Según la revista *The Economist* («The Japanese Solution», November 7th, 2015), al actual ritmo de compras de activos por el banco central, la proporción de bonos públicos detenidos por el banco central alcanzará los dos tercios en 2020. El gobierno se debería así el dinero a sí mismo. Los pagos de deuda girados al Banco de Japón podrían ser devueltos al gobierno como señoreaje. Monetizar la deuda no es ortodoxo porque se supone que genera inevitablemente inflación. Sin embargo, como inflación es lo que Japón ha buscado en vano durante veinte años, no parece tan descabellada la monetización de la deuda.
- (7) Banco Interamericano de Desarrollo. El Laberinto. Cómo América Latina y el Caribe puede navegar la economía global.

- (8) Las materias primas comprenden principalmente el petróleo, los metales –metales básicos como hierro, cobre, aluminio, cinc, o níquel, y metales nobles como oro, platino, o plata–, y las materias primas agrícolas (trigo, soja, algodón, café, o cacao).

En valor, la variación del comercio mundial tuvo signo negativo en 2015, como consecuencia del descenso de los precios de las materias primas.

- (9) El Bloomberg Commodity Index incluye una amplísima gama de materias primas, como el petróleo, gas, cobre, aluminio, zinc, níquel, oro, plata, maíz, trigo, habas y aceite de soja, azúcar, café, algodón y ciertos animales vivos.
- (10) En Estados Unidos la producción de petróleo aumentó desde los 5,5 millones de barriles al día en 2011 hasta los 9 millones de barriles al día en 2015, gracias principalmente al *boom* de la producción de petróleo de esquisto (*shale oil*) mediante la técnica de fractura hidráulica (*fracking*).

## BIBLIOGRAFÍA

- Fondo Monetario Internacional (2015), *World Economic Outlook*, «Adjusting to Lower Commodity Prices», Oct 15, World Economic and Financial Surveys. ©2015 International Monetary Fund.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, números desde 1999 hasta 2014. [www.imf.org](http://www.imf.org)
- OCDE (2015), *OECD Economic Outlook*, Volume 2015 Issue 2, OECD Publishing, Paris. [http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2015-2-en](http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-2-en)
- OCDE (2015), United States-Economic Forecast Summary (November 2015). [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- OCDE (2015), Japan-Economic Forecast Summary (November 2015). [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- The Economist* (2015), «Stuck in the Middle», August 15th, 2015, [www.economist.com](http://www.economist.com)
- The Economist* (2015), «The World in 2016», November 2nd 2015.
- International Energy Agency (2015), «World Energy Outlook 2015», ©OECD/IEA, 2015.
- World Trade Organization (2015), WTO: 2015 Press Releases, PRESS/752.
- World Trade Organization (2015), WTO: 2015 Press Releases, PRESS/755.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2015), «El Laberinto. Cómo América Latina y el Caribe puede navegar la economía global», coordinador: Andrew Powell, Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2015, ©2015 Banco Interamericano de Desarrollo.
- Bank of America Merrill Lynch (2015), «BoFA Merrill Lynch Fund Manager Survey, September 2015», <http://newsroom.bankofamerica.com/press-releases>
- Comisión Europea (2015), «European Economic Forecast, Winter 2015», European Economy 1/2015, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/)
- BBVA Research (2015), «Informe de Riesgo País Diciembre 2015», <https://www.bbva.com/publicaciones/informe-de-riesgo-pais-cuarto-trimestre-2015/>
- Institute of International Finance (2015), «October 2015 Capital Flows to Emerging Markets», <https://www.iif.com/publications/capital-flows>
- Banco Internacional de Pagos de Basilea (2015), «September 2015 BIS Quarterly Review: Vulnerabilities of emerging market economies take centre stage». [www.bis.org](http://www.bis.org)



# SECTORES PRODUCTIVOS

**Coordinadora**

**Amelia Pérez Zabaleta**

*Vicedecana 1ª del Colegio de  
Economistas de Madrid*

# LA SITUACIÓN DE LOS SECTORES ECONÓMICOS: RETOS Y OPORTUNIDADES

**Ana Cristina Mingorance-Arnaiz**

*Universidad CEU San Pablo*

**Rafael Pampillón Olmedo**

*Universidad CEU San Pablo e Instituto de Empresa*

## RESUMEN

La estructura sectorial de la economía española se corresponde con la de un país que ha experimentado un fuerte proceso de terciarización. Si bien, a diferencia de lo que ocurre en otros países de nuestro entorno, el peso del sector industrial es muy reducido. El artículo analiza tanto esta estructura sectorial como ciertas debilidades de la economía española que se han convertido en un freno a su crecimiento potencial. Asimismo, y basándonos en las debilidades analizadas, se recogen una serie de propuestas que pueden permitir que España se sitúe entre las principales potencias económicas del mundo.

## PALABRAS CLAVE

Estructura sectorial, Gasto en I+D, Productividad, España.

### 1. Estructura sectorial de la economía española

El tejido productivo español se caracteriza por un elevado peso del sector servicios y por una baja presencia del sector industrial. Si bien, no siempre ha sido así, los datos de Contabilidad Nacional y la Encuesta de Población Activa muestran que en los años setenta el peso de la industria y la energía en la producción nacional y el empleo superaban el 25%.

Los datos del cuadro 1 muestran, sin embargo, que desde 1970 España registra una disminución paulatina de la contribución de la industria en el PIB, mientras el sector servicios ha ido adquiriendo un mayor peso con el transcurso del tiempo. Así, desde 1970 el sector servicios tiene una importancia creciente, pasando de representar el 46% del PIB en 1970 al 75% en 2015. Esta terciarización es habitual en el proceso de desarrollo económico de la mayoría de los países. En este sentido, además, España tiene un importante número de empresas que son muy competitivas en el sector servicios. Buena parte de la inversión española en el exterior está en los sectores bancario, distribución, ingeniería, gestión y construcción de infraestructuras

(aeropuertos, autopistas, etc.), gestión de aguas y basuras, hoteles, producción y distribución de energía, energías renovables, seguros, telefonía, etcétera.

En términos de empleo, y a partir de la década de los años ochenta (ver cuadro 2), la industria empezó a perder importancia. Así, mientras que la población empleada en el sector servicios ha ido aumentando su porcentaje sobre el total de los trabajadores ocupados, la industria ha ido reduciendo su participación.

El cuadro 2 muestra también un aumento espectacular de la participación del sector de la construcción en el total del empleo hasta el año 2005. Sin embargo, la crisis ha cambiado las tendencias, y así a partir de 2005, la construcción disminuye su participación en el empleo, observándose al mismo tiempo una pérdida importante de peso en términos de producción.

La industria, que como ya hemos mencionado tuvo una fuerte contracción hasta el año 2010, consolida su participación a partir de ese año, al menos en términos de producción (cuadro 1) y cae ligeramente en términos de empleo (cuadro 2).

## SECTORES PRODUCTIVOS

### Cuadro 1

#### Estructura de la producción en la economía española

Datos en porcentaje

	Agricultura y pesca	Industria y energía	Construcción	Servicios
1970	11,0%	34,0%	8,8%	46,2%
1980	7,0%	28,6%	7,9%	56,5%
1990	5,5%	25,1%	8,8%	60,6%
2000	4,1%	20,6%	10,1%	65,2%
2005	3,0%	18,8%	11,6%	66,6%
2010	2,6%	17,2%	8,8%	71,4%
2012	2,5%	17,2%	6,3%	74,0%
2013	2,8%	17,1%	5,6%	74,5%
2014	2,5%	17,1%	5,4%	75,0%
2015 (*)	2,5%	17,1%	5,5%	74,9%

(\*) Datos hasta el tercer trimestre de 2015.

Fuente: INE (2015) y Eurostat (2015)

### Cuadro 2

#### Estructura del empleo en la economía española

Datos en porcentaje

	Agricultura y pesca	Industria y energía	Construcción	Servicios
1970	29,3%	25,3%	8,9%	36,5%
1980	18,6%	27,2%	9,3%	44,9%
1990	11,5%	23,7%	9,8%	55,0%
2000	6,8%	18,8%	12,0%	62,4%
2005	5,3%	16,2%	13,8%	64,7%
2010	4,6%	13,8%	9,3%	72,3%
2012	4,7%	13,5%	6,8%	75,0%
2013	4,8%	13,4%	6,1%	75,8%
2014	4,6%	13,4%	5,9%	76,2%
2015 (*)	4,5%	13,5%	6,3%	75,8%

(\*) Datos hasta el tercer trimestre de 2015.

Fuente: INE (2015) y Eurostat (2015)

En 2015 parece observarse una ligera recuperación del sector de la construcción en términos de empleo (cuadro 2), aunque no tanto cuando se habla de producción (cuadro 1). Esta recuperación es fruto de la pérdida de peso del sector servicios.

## 2. Debilidades y oportunidades de la estructura económica

Pese a la recuperación económica, no debemos obviar ciertas debilidades que han caracterizado a nuestra economía, convirtiéndose en una losa de carácter estructural que frena nuestro crecimiento potencial. Estas debilidades son, como se menciona en Deloitte (2015), el pequeño tamaño empresarial de la industria española, la baja productividad de la mano de obra frente a los países de nuestro entorno con los que competimos, y la insuficiente e ineficiente inversión en I+D+i. A ellos se une el tamaño de las empresas españolas, muy reducido como para llevar a cabo inversiones en I+D+i, e incluso para competir en el mercado internacional en igualdad de condiciones.

### 2.1. El peso de la industria en España

La economía española se caracteriza por un bajo peso de su sector industrial, tanto en términos de empleo como en términos de producción, especialmente cuando se la compara con otros países de nuestro entorno. Alemania, por ejemplo, gracias a su industria ocupa una mejor posición en la economía mundial y se ha visto menos afectada por la crisis (véase cuadro 3).

La desindustrialización ha resultado negativa para nuestro país. El motivo descansa en que la industria está menos sometida a los vaivenes cíclicos de la economía que otros sectores, por lo que un mayor peso de este sector podría haber evitado una crisis tan profunda, a la vez que habría favorecido una recuperación más rápida.

### 2.2. El gasto en I+D y la rentabilidad de la innovación

En relación con las nuevas tecnologías, señalar que un desarrollo conveniente de las mismas requiere de un gasto adecuado y elevado en I+D+i. En este sentido, y

## Cuadro 3

### Peso de la industria en la producción y el empleo

Datos en porcentaje

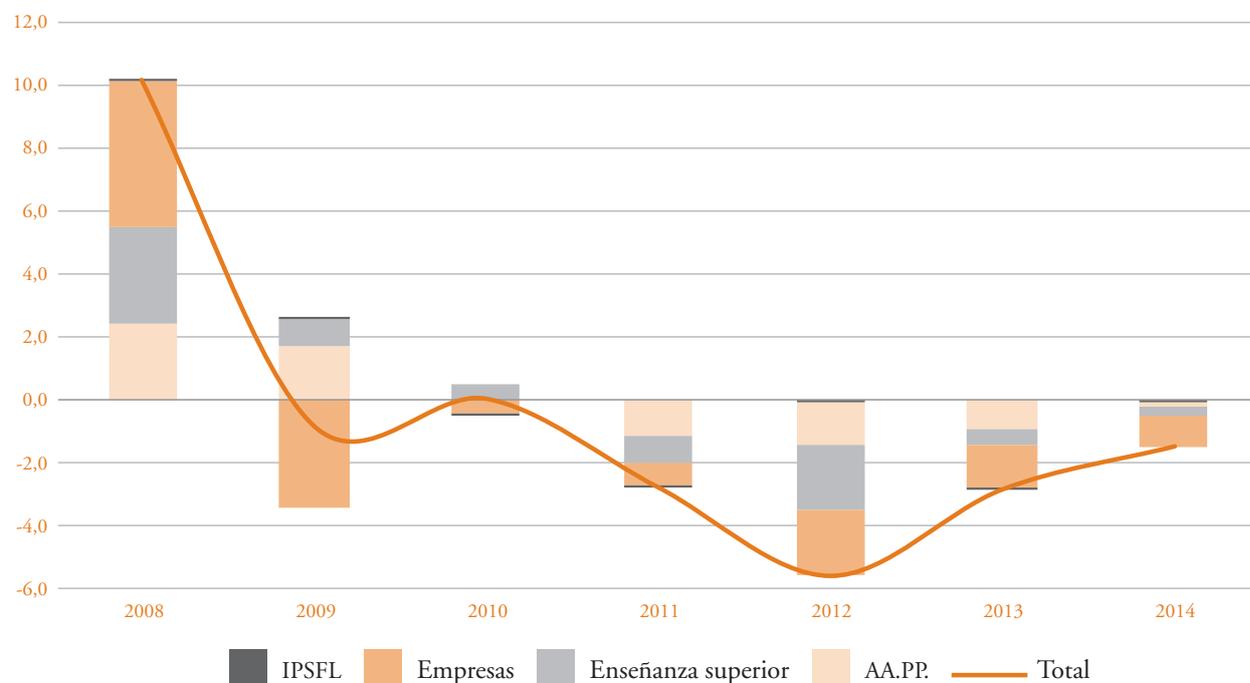
	Producción		Empleo	
	Alemania	España	Alemania	España
2008	26,1%	17,9%	20,6%	14,6%
2009	23,7%	16,6%	19,4%	13,8%
2010	25,8%	17,2%	19,5%	13,8%
2011	26,1%	17,5%	19,9%	13,8%
2012	26,3%	17,2%	19,9%	13,5%
2013	25,9%	17,1%	20,1%	13,4%
2014	25,8%	17,1%	20,1%	13,4%
2015 (*)	25,8%	17,1%	20,0%	13,5%

(\*) Datos hasta el tercer trimestre de 2015.

Fuente: Eurostat (2015)

Gráfico 1

## Contribuciones al crecimiento del gasto en I+D en España



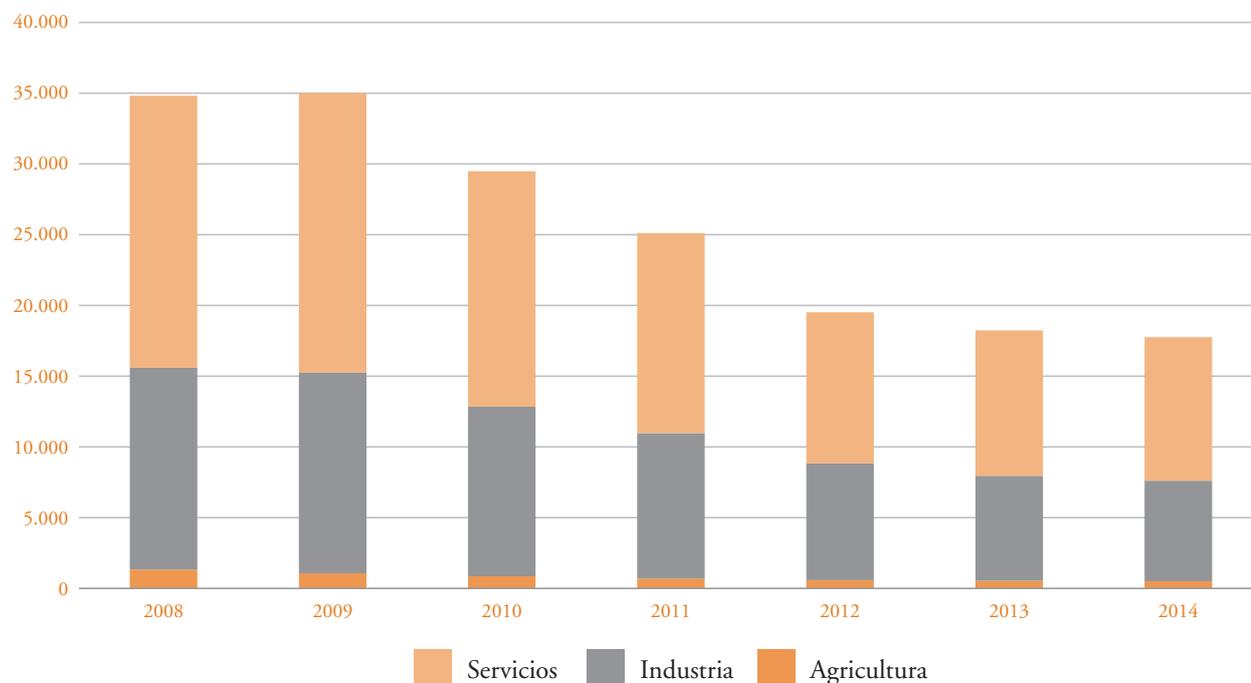
Fuente: INE (2015).

en lo que a la investigación e innovación se refiere, el *Global Innovation Index* (1) situó a España, en el 2015, con una puntuación total de 49,07%, en la vigésimo séptima posición a nivel mundial. Además, el ratio de eficiencia, de 0,72, se sitúa muy lejos del 1,01 de Suiza, e incluso del 1,02 de Angola, que aunque tiene un nivel de innovación muy reducido, es el país que logra sacar la mayor rentabilidad a la inversión realizada.

La baja inversión en I+D+i es un problema que ha estado presente de forma permanente en nuestra economía, pero que se ha agravado con la crisis que se desató en 2008. Las cifras que nos ofrece el INE para el año 2014 muestran una clara reducción del gasto en I+D que baja hasta el 1,23%, aumentando así la brecha entre España y el gasto medio europeo, que es el 2%. El 1,23% de España se sitúa muy lejos del 2,23% de Francia, el 2,73% de Gran Bretaña, el 2,85% de Alemania, el 2,95% de Austria y el 3,3% de Suecia y Finlandia. La caída del gasto en I+D, como se observa en el gráfico 1, afecta tanto al sector público como al privado, si bien, en este último la caída se hace más intensa.

En cualquier caso, no debemos pasar por alto que el impacto negativo que la crisis tiene sobre el gasto total en I+D es a nivel nacional, pues la inversión que realizan los extranjeros, pese a haberse reducido en los dos primeros años de crisis a una tasa de casi el 7,75% anual, logró en el 2014 recuperar el nivel de gasto del año 2007.

Otro aspecto negativo de nuestro gasto en I+D reside en el hecho de que en torno al 50% del mismo proceda del sector público, siempre menos eficaz que el sector privado en este tipo de gasto, porcentaje que no ha cambiado en los últimos 35 años. Además, no solo el gasto, sino también el bloque principal de investigadores, a diferencia de lo que ocurre en países como Francia y Alemania, se localiza en las universidades y el sector público, alejados de un sector empresarial más preparado para explotar con fines comerciales los resultados de investigación e innovación alcanzados. Si bien, el personal investigador en la empresa ha pasado del 17% en 1981 al 37% en 2014.

**Gráfico 2****Evolución del número de empresas innovadoras por sectores en España**

Fuente: INE (2015).

El número de empresas innovadoras, como se muestra en el gráfico 2, se ha reducido con el tiempo, y en 2014 solo el 13,26% de las empresas realizaron actividades de innovación. Este porcentaje aumenta en el caso de la industria, pese a lo cual sigue siendo bajo al alcanzar solo al 23,31% de las mismas.

La importancia de mantener un nivel adecuado y estable del gasto en I+D+i reside, como sostienen Zimmermann (2008) y Lachenmaier y Rottmann (2006), en el impacto positivo que este gasto tiene sobre el empleo y la productividad, y por ende sobre la competitividad y el crecimiento económico. Por eso, conocer los motivos que se esconden tras este bajo nivel de innovación puede ayudar a aplicar las políticas que creen el ambiente adecuado para que los empresarios se animen a llevar a cabo procesos de innovación rentables.

En este sentido, Gómez Bengoechea (2015) sostiene que las principales debilidades que presenta nuestro país se centran en aspectos institucionales, fundamentalmente la escasa protección a los innovadores, los

elevados costes de despido y la dificultad para empezar un negocio. Aunque también son barreras relevantes, la falta de acuerdos estratégicos, el limitado acceso a los mercados, tanto nacionales como internacionales, y el lento proceso de absorción del conocimiento.

Junto a estas debilidades, sin duda reseñables, las empresas nacionales y extranjeras señalan entre las fortalezas innovadoras de España, la calidad internacional de su investigación básica y la capacidad de trasladar al mercado las innovaciones empresariales (Véase FECYT, 2014).

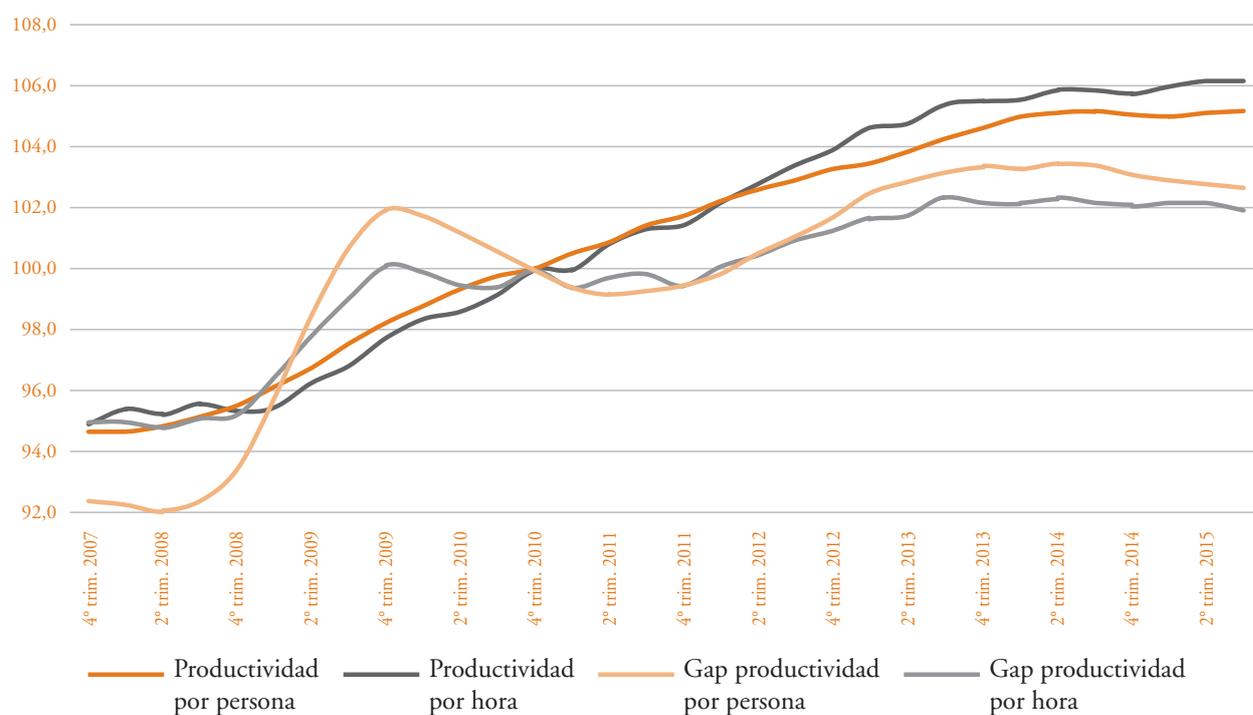
### 2.3. La productividad de la mano de obra

Como ya se ha mencionado, son las empresas de mayor tamaño las que tienen más probabilidades de colocar sus productos en el exterior. El motivo reside, fundamentalmente, en que son las más productivas al poder aprovechar las economías de escala que pueden generarse y ser también las que pueden atraer a mano

**Gráfico 3**

**Evolución del crecimiento de la productividad de la mano de obra española y su diferencia frente al crecimiento de Alemania**

Alemania siempre 100 y España base 100 en 2010



Fuente: OCDE (2015).

de obra más cualificada. La productividad se convierte así en una de las principales herramientas para posicionarse en el mercado internacional. Y aunque a largo plazo, como señalan García y Tello (2011), siempre es preferible actuar sobre el tamaño empresarial, sobre la flexibilidad del mercado laboral o del mercado de productos, e incluso sobre la calidad de los productos, lo cierto es que la productividad de la mano de obra y los costes laborales son también variables sobre las que actuar.

En España, durante todo el periodo de crisis la productividad (ver gráfico 3) no ha dejado de crecer, tanto cuando se mide por trabajador como cuando se hace por hora trabajada. Además, el diferencial en el crecimiento de la productividad frente a la que tradicionalmente se considera la mayor potencia económica en Europa tiene una tendencia positiva. No obstante, durante la mayor parte del periodo de crisis el crecimien-

to de la productividad de la mano de obra en España se ha situado por encima de la de Alemania.

El comportamiento general de la productividad se reproduce, con mayor o menor intensidad, en todos y cada uno de los sectores económicos. Las razones que se esconden tras esta mejora de la productividad son, a nivel teórico, dos. Por un lado, la destrucción masiva de empleo, y por otro, los avances tecnológicos, los aumentos en la calidad de los factores productivos, las mejoras en la cualificación de la mano de obra y una reestructuración productiva.

La causa principal de la recuperación de la productividad es la masiva destrucción de empleo, motivada, como señalan Gual y cols. (2006), por una estructura productiva basada en sectores intensivos en mano de obra de baja cualificación. Tanto el sector de la construcción como el de la hostelería y el turismo

emplean mano de obra de baja cualificación y cuyo nivel de empleo ha quedado fuertemente afectado por la crisis.

Aunque el crecimiento de la productividad no es incompatible con el aumento del empleo, tal y como se pone de manifiesto en la economía irlandesa (véase Mas Ivars, 2012, y Gual y cols. 2006), lo cierto es que en la economía española, la excesiva regulación del mercado de trabajo y la existencia de una alta contratación temporal favorecen el comportamiento anticíclico de la productividad de la mano de obra. Compensar este comportamiento requiere, junto a una desregulación de los mercados, una formación adecuada de la mano de obra y una inversión en nuevas tecnologías.

La estructura productiva con la que cuenta España, con un elevado peso de los sectores intensivos en mano de obra de baja cualificación, no alientan el aumento de la inversión tecnológica, como tampoco animan a la reestructuración organizativa dentro de la empresa, lo que ayudaría al crecimiento de la productividad.

Para lograr una mayor productividad a largo plazo será necesario, no solo una modernización de la estructura productiva que dote de peso a los sectores más intensivos en capital y mano de obra cualificados, sino también un cambio en el tejido empresarial, con empresas de mayor tamaño y, por supuesto, un mayor gasto en I+D+i.

### 3. Propuestas para colocar a España entre las potencias mundiales

Del análisis anterior se puede deducir la necesidad de realizar reformas estructurales que persigan aumentar la productividad y modificar el tejido empresarial español, tanto en lo que a la actividad productiva se refiere como al tipo de empresas que las llevan a cabo. Para ello es necesario dedicar más recursos destinados a invertir en I+D y que estén mejor orientados. Para conseguir estos objetivos señalamos algunas líneas de política económica que podría afrontar el nuevo Gobierno de España:

1. Conseguir un mayor peso del sector industrial en el conjunto de la economía. En este sentido, la digitalización de la fabricación podría permitir un resur-

gimiento de la industria nacional y, como consecuencia, establecer un marco más fácil para desarrollar tecnología propia y competir mejor en los mercados internacionales.

2. Estimular la inversión en I+D para que crezca hasta alcanzar en el 2020 un objetivo del 2% del PIB, que es la media europea. Si bien, no es suficiente una mayor inversión, sino que es imprescindible que esta esté mejor orientada para lo que es necesario que las empresas ganen protagonismo. La evidencia empírica muestra que las inversiones en I+D realizadas por las empresas tienen mayor impacto en la productividad y en el crecimiento del PIB que las del sector público.

3. Lograr que las empresas representen el 60% del gasto total en I+D en 2020, frente al 51% actual. Para ello hay que instrumentar incentivos fiscales, eliminar los actuales obstáculos administrativos y dar más facilidades financieras a las empresas que dediquen recursos al gasto en I+D.

4. El gasto investigador del sector público se debería adaptar mejor a la obtención de resultados, algo que permitiría mejorar la competitividad de las empresas. Para ello resulta conveniente estrechar más los vínculos entre las universidades y demás centros públicos de investigación con las empresas, empujándoles a una mayor colaboración en proyectos mixtos. Afortunadamente contamos con importantes plataformas digitales y un elevado despliegue de redes que, bien integradas, pueden facilitar las conexiones entre equipos de investigación y empresas.

Para que las medidas propuestas logren la eficacia perseguida es necesario que la política científica y tecnológica tenga una dirección clara, estable y predecible. Para ello, es imprescindible un pacto de Estado que evite que la financiación, evaluación y asignación de fondos para la I+D que gestione la Agencia Estatal de Investigación dependa del gobierno de turno.

La Agencia Estatal, siempre que actúe de manera coherente, puede ser una oportunidad para eliminar el fraccionamiento de la inversión en I+D. Un menor fraccionamiento de la inversión permitiría ganar la escala imprescindible para realizar acuerdos de colaboración que desarrollen clústeres virtuales

mediante el desarrollo adecuado de redes y la digitalización. Estos clústeres permitirían reducir costes, ampliar mercados y aumentar la productividad de la economía.

Conseguir ese cambio de orientación en el sector público investigador no es un camino sencillo, pero sí necesario para aumentar la competitividad de nuestras empresas, generar crecimiento económico y aumentar el empleo duradero a largo plazo.

### NOTA

- (1) El *Global Innovation Index* es un indicador anual que sobre una muestra de 141 países publican, de manera conjunta, INSEAD, la Universidad de Cornell y la Organización Mundial de la Propiedad Intelectual (WIPO).

### BIBLIOGRAFÍA

- Abad, J. M<sup>a</sup>. (2015), «La dimensión empresarial importa», en Marín, M. (2015), *Los tres desafíos de la empresa española: Productividad, Dimensión e Innovación*, Fundación FAES, Madrid, págs. 81-148.
- Banco de España (2015), «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico de septiembre 2015*, págs. 9-16.
- Consejo Económico y Social (2014), «Deflación: ¿Consecuencia, mito, o síntoma de algo más?», *Revista Cauces*, núm. 28, págs. 9-21.
- Correa-López, M. y Doménech, R. (2012), «La internacionalización de la empresa española», *BBVA Research Working Paper* 12/30.
- Deloitte (2015), «Propuestas para la reindustrialización en España. Una hoja de ruta para el sector empresarial», Ed. Deloitte, Madrid.
- FECYT (2014), «La innovación en España según el cuadro de indicadores de la Unión por la innovación en 2013», *Documento de trabajo del Observatorio Español de I+D+i*, núm. 2/2014, Fundación Española para la Ciencia y la Tecnología.
- García, C. y Tello, P. (2011), «La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad», *Boletín económico del Banco de España*, mayo 2011, págs. 51-60.
- Gómez Bengoechea, G. (2015), «El estado de la innovación en España: una radiografía comparada», en Marín, M. (2015), *Los tres desafíos de la empresa española: Productividad, Dimensión e Innovación*, Fundación FAES, Madrid, págs. 149-204.
- Gual, J.; Jódar Rosell, S. y Ruiz Posino, A. (2006), «El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación?», *Documento de Trabajo de la Caixa*, núm. 01.
- Haltiwanger, J.; Scarpetta, S. y Schweiger, H. (2014), «Cross country differences in job reallocation: the role of industry, firm size and regulations», *Labour Economics*, núm. 26, págs. 11-25.
- Huerta Arribas, E. y Salas Fumás, V. (2014), «Tamaño de las empresas y productividad de la economía española», *Mediterráneo Económico*, núm. 25, págs. 167-191.
- Lachenmaier, S. y Rottmann, H. (2006), «Employment effects of innovation at the firm level», *IFO Working Papers*, núm. 26.
- Mas Ivars, M. (2012), «La productividad de las economías desarrolladas: el desigual impacto de la crisis», *Cuadernos económicos del ICE*, núm. 84, págs. 9-32.
- Zimmermann, V. (2008), «The impact of Innovation on Employment in Small and Medium Enterprises with Different Growth Rates», *ZEW Discussion Paper*, núm. 08-134.



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

# EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

**José María Duelo Marcos**

*Economista*

### RESUMEN

Análisis de la evolución reciente del sector de la construcción y breve referencia desde una perspectiva histórica. Adicionalmente, se aportan previsiones de la actividad para 2016. Entre los aspectos más relevantes de la actividad en un futuro inmediato se destaca la existencia de un enorme déficit de dotación de infraestructuras en España relacionado con la mejora de la calidad de vida del ciudadano y la consolidación del Estado del bienestar.

### PALABRAS CLAVE

Construcción, Vivienda, Edificación, Obra civil, Inversión pública, *Stock* de capital público.

Para una mejor comprensión de la situación actual del sector de la construcción es necesario un breve análisis histórico de la evolución de su actividad. En este caso, la referencia obligada es la información sobre la evolución del peso relativo de la inversión en construcción y la población ocupada, aportadas en ambos casos por la contabilidad nacional y disponibles desde 1995 en términos de SEC2010 aunque atendiendo a la información incluida en la base de datos BDMACRO (1) del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas se puede estimar su progresión desde 1964. Adicionalmente, se recoge la evolución del consumo aparente de cemento.

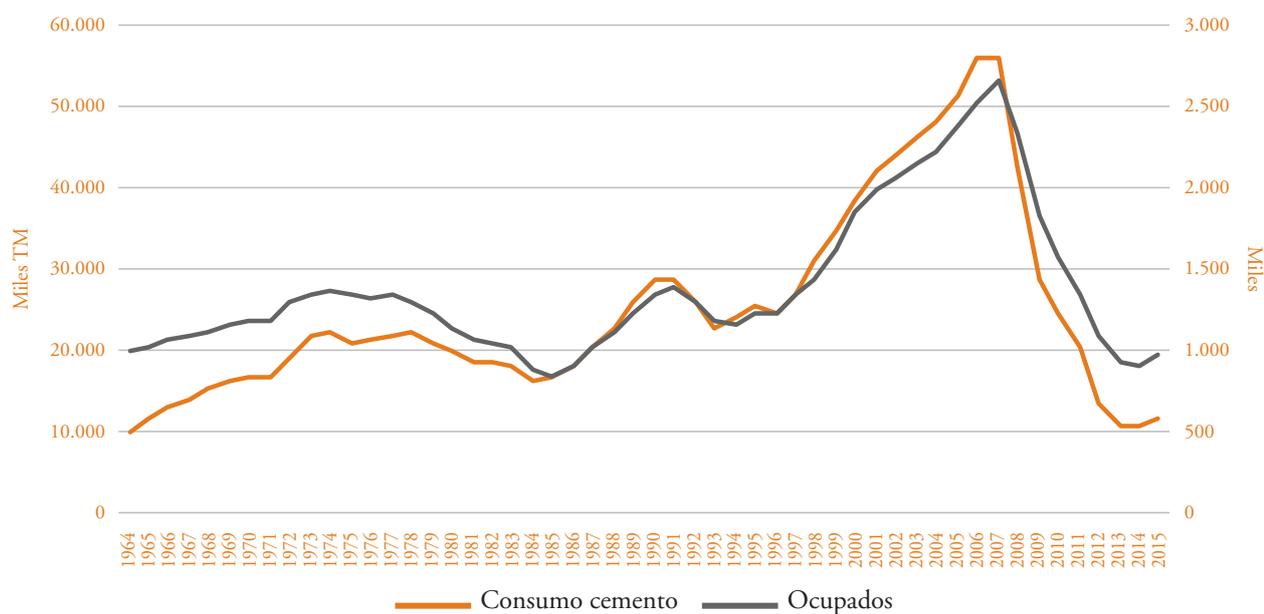
Atendiendo a la información sobre el consumo de cemento y la población ocupada, se identifican dos máximos relativos (a mediados de la década de los setenta y a principios de la década de los noventa) y un máximo absoluto en el año 2007, que estuvo impulsado por la burbuja inmobiliaria y el notable avance en el desarrollo de las infraestructuras públicas, observándose con posterioridad un intenso ajuste en términos de actividad, empleo y consumo de cemento.

Del análisis de la evolución del peso relativo de la inversión en construcción se identifican ciclos paralelos a los observados en los indicadores de ocupados y de consumo. Se concluye que el peso de la inversión en

construcción con respecto al PIB en el periodo 1964 a 2002 ha supuesto en promedio un porcentaje próximo al 14%, habiéndose elevado hasta un máximo del 22% en 2006, para posteriormente reducirse al 10,1% en 2014, mínimo de la serie disponible. Las primeras estimaciones para 2015 anticipan una ligera recuperación que elevaría la representatividad de la inversión en construcción hasta el 10,4%. Por ello, el diferencial con respecto al promedio estimado para el periodo 1964 a 2002 se eleva a 3,5 puntos del PIB, circunstancia que sugiere la necesidad de recuperar un nivel más cercano al promedio histórico.

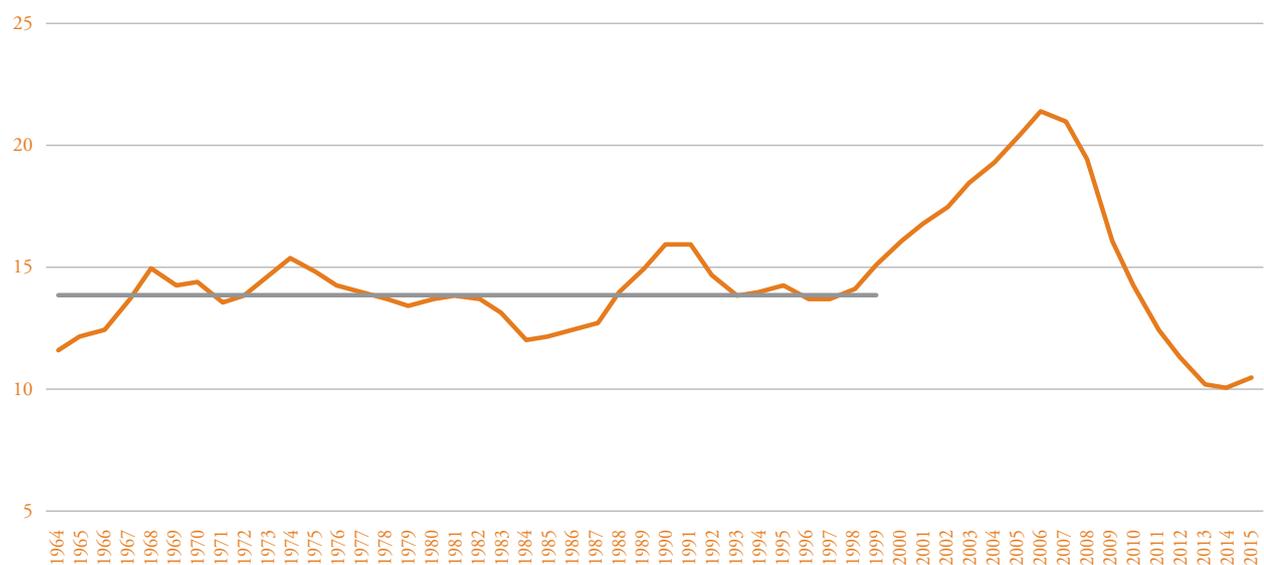
Por otra parte, atendiendo a la evolución histórica de la media europea, cabe anotar un promedio (la información está referida a la zona del euro y el periodo contemplado abarca de 1995 a 2007) del 11,2%, aunque en la actualidad se ha moderado hasta el 10,1% del PIB, por lo que a priori no se aprecia un gap relevante con respecto a la estructura de la economía española. Sin embargo, tal circunstancia podría matizarse por el déficit inversor que aún se estima en determinadas áreas como agua, energía y medioambiente, además de justificarse una demanda superior por ser España un país periférico dentro de la Unión Europea y con un desarrollo turístico de envergadura. A lo anterior se une la debilidad del sector industrial

**Gráfico 1**  
Ocupados construcción vs Consumo de cemento



Fuente: OFICEMENM. CNTR. BDMACRO.

**Gráfico 2**  
Evolución de la inversión en construcción sobre el PIB  
Porcentaje en términos nominales



Fuente: INE. BDMACRO. SEOPAN.

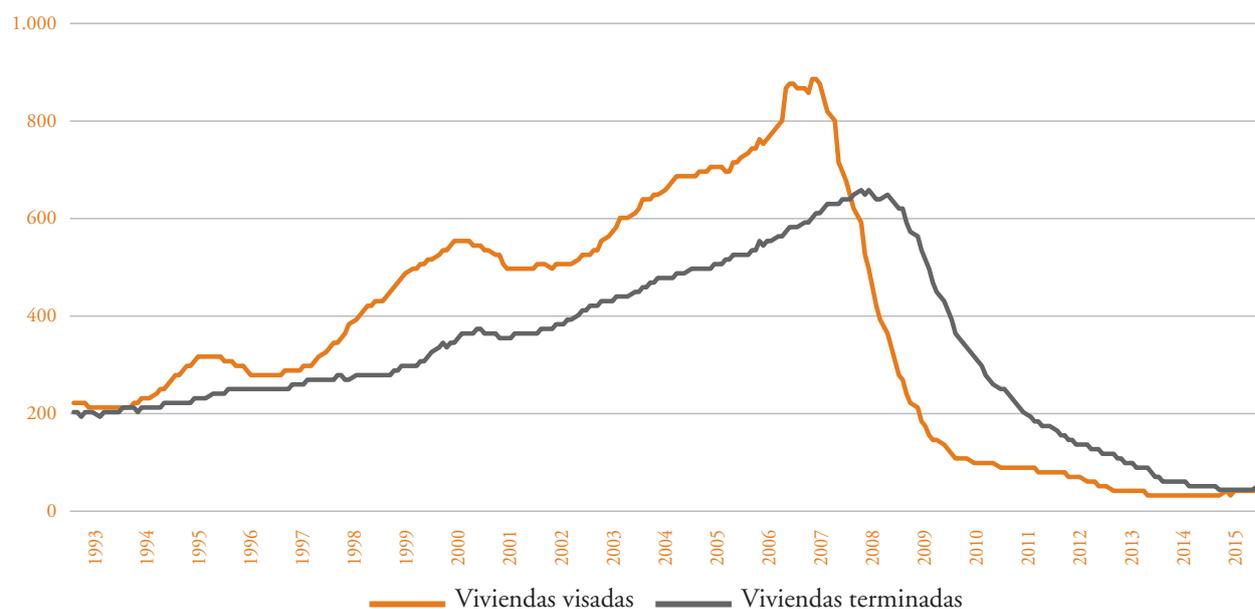
en la economía española (comparado con los principales países europeos), circunstancia que favorece un mayor protagonismo relativo de la actividad de construcción frente a la de otros países europeos con un nivel per cápita comparable.

La evolución más reciente de la actividad en construcción muestra la recuperación generalizada de todos sus segmentos, sustentada en el crecimiento general de la economía e impulsada por una serie de factores externos como los bajos precios del petróleo, la recuperación de los mercados exteriores, en especial del europeo, y la mejora de las condiciones financieras favorecidas por la política monetaria del Banco Central Europeo con consecuencias en el tipo de cambio, los tipos de interés y la liquidez. Adicionalmente, cabe anotar las mejoras en la competitividad y los impulsos fiscales acompañados de la mejora de la confianza de los consumidores. La consecuencia última de la mejora de la actividad es el impulso observado en la creación de empleo destacando que se produce a tasas muy próximas al crecimiento del PIB.

Con respecto al mercado inmobiliario, se aprecia a lo largo de 2015 una recuperación clara de la actividad. Un primer avance de los indicadores relacionados con la iniciación de obra nueva confirma una tendencia creciente desde mediados del ejercicio anterior, lo que conducirá a un aumento de la inversión residencial, anticipando una contribución positiva al crecimiento del PIB en el ejercicio, la primera desde 2007.

Se estima que las viviendas visadas de obra nueva finalizarán el año en 44.000, claramente por encima de las 35.000 de un año antes pero aún muy alejadas del máximo de 866.000 viviendas observado a finales de 2006. Por el contrario, la evolución de las viviendas terminadas se encuentran próximas a su mínimo, pudiéndose estimar una gradual recuperación en la parte final del ejercicio 2015, lo que confirmaría su estabilización e incluso se podría anticipar un moderado crecimiento de la actividad. Por su parte, la contenida recuperación de los precios de la vivienda tras el intenso ajuste entre 2007 y 2013, constata la recuperación de la demanda de viviendas, especialmente la que se apoya en la creación de empleo y la disponibilidad de crédito.

**Gráfico 3**  
**Evolución de las viviendas visadas y terminadas**



Fuente: COAAT. Ministerio de Fomento.

Sobre esta cuestión cabe recordar que el mercado de la vivienda está muy segmentado y los agregados esconden una gran divergencia entre zonas geográficas (zonas turísticas/grandes capitales) o tipos de viviendas (unifamiliar/en bloque) o del uso que tenga (primera residencia/segunda residencia). A lo anterior hay que señalar cómo la incidencia del *stock* de viviendas (valorado en cerca de 400.000 viviendas sin vender, predominando su localización en la proximidad a capitales y en zonas turísticas) en determinadas áreas está próximo al mínimo de equilibrio coincidiendo con avances de la demanda, mientras en otras zonas se mantiene elevado el *stock*, con una demanda poco dinámica, circunstancia que no favorece subidas de precios.

Atendiendo a la relación entre el coste medio de una vivienda y la renta bruta anual por hogar, se comprueba que en la actualidad una familia dedica la renta de 6,3 años para pagar su vivienda, muy inferior a la de 2007 aunque superior a los 4,5 años que alcanzó en el 2000. Pero, una vez más, hay que recordar la segmentación de este mercado: hay zonas en las que la demanda crece con fuerza y no hay exceso de *stock* o no lo va a haber a corto plazo, por lo que suben los

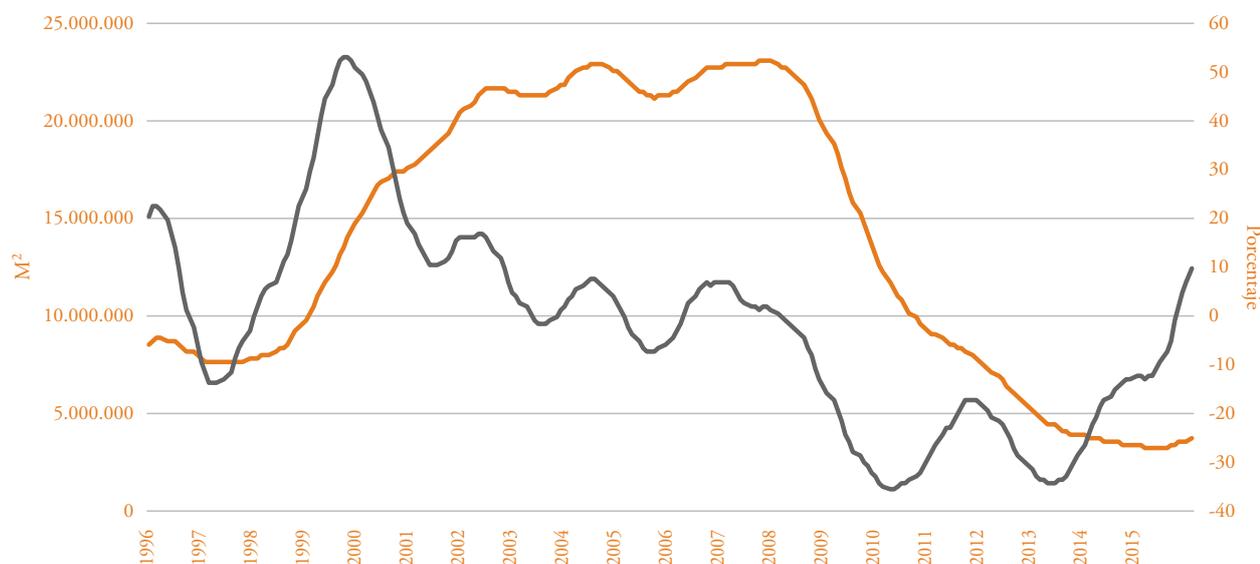
precios; en otras, hay exceso de *stock* y poca demanda, con lo que los precios no suben; pero la media de todo el sector da un aumento.

Con referencia a las perspectivas para 2016, se puede anticipar la continuidad en la recuperación de la demanda, viéndose favorecida por la creación de empleo, el previsible aumento de la renta y la riqueza de las familias, a lo que también contribuirá la mejora de la financiación.

Respecto a la edificación no residencial, se aprecia una clara estabilización a lo largo del último año, llegando a experimentar un ligero avance en la segunda parte. Esa mejora es atribuible al notable aumento de la demanda en los segmentos de turismo, industrial y de servicios, acompañado de avances en oficinas, servicios comerciales, transporte y logística. De nuevo, cabe recordar que los actuales niveles de demanda, expresados en términos de metros cuadrados, además de situarse en mínimos históricos, suponen tan solo el 15% de los registros de finales de 2007, por lo que aún se encuentran muy alejados de los niveles que cabe atribuir a una economía con la renta per cápita como la española. Las

#### Gráfico 4 Evolución de la edificación no residencial

Serie periodificada: visados acumulados 12 meses. Variación interanual

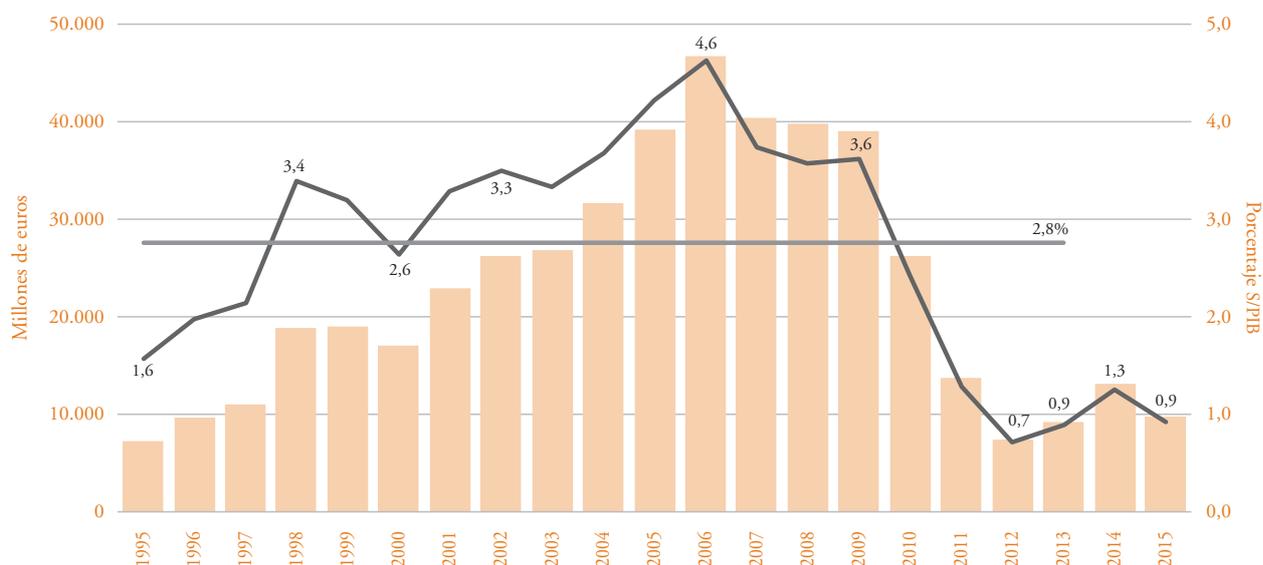


Fuente: COAAT. Ministerio de Fomento. SEOPAN.

### Gráfico 5

#### Evolución de la licitación pública

Datos en millones de euros y porcentaje S/PIB



Fuente: INE y SEOPAN.

previsiones dibujan la continuidad de su avance a lo largo del próximo ejercicio, impulsada por la fortaleza de la inversión empresarial y la recuperación generalizada de la actividad, apoyada en las favorables condiciones financieras que aseguran la continuidad de la acción del Banco Central Europeo.

La rehabilitación en edificación es el segmento que ha tenido un comportamiento menos regresivo a lo largo de la crisis del sector, experimentando en el último año un importante avance en el ámbito privado, tanto en la rehabilitación de viviendas como la promovida por las sociedades que a la vista de la evolución reciente de su demanda tendrá continuidad en 2016.

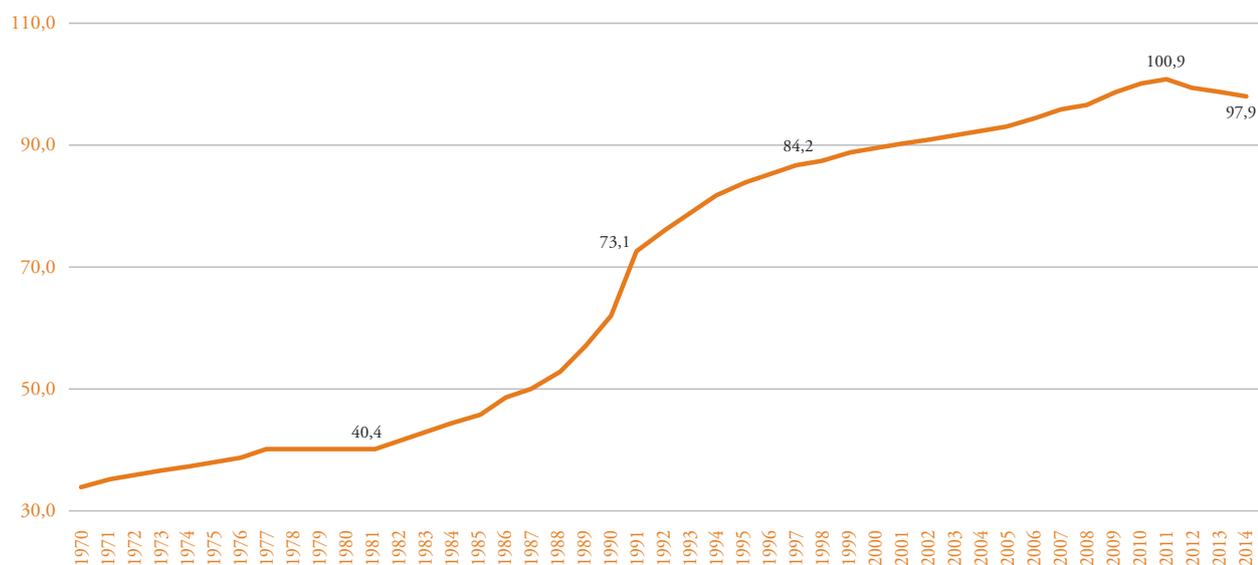
En el último año los calendarios electorales (han coincidido elecciones municipales y generales) han sido determinantes en la evolución de la actividad en obra civil. Este comportamiento ya fue anticipado por el aumento de la licitación en los ejercicios anteriores, sin embargo para 2015 se estima un descenso próximo al 25%. Esta proyección sitúa la demanda de obra pública en el 0,9% del PIB, nivel muy alejado del promedio del 2,8% observado a lo largo de los últimos veinte años.

Como pone de manifiesto el informe *Áreas prioritarias para una inversión sostenida en infraestructuras*, publicado por AT Kearney, España disfruta de una excelente posición en ciertas infraestructuras realizadas en los últimos veinte años, aunque afronta un riesgo cierto de aumento de la brecha de desarrollo con los países líderes de Europa después de la reducción del 65% de la inversión pública que ha impuesto el proceso de consolidación fiscal. En la actualidad, la inversión en infraestructuras en España es sensiblemente inferior a la de otros países de nuestro entorno, además, está previsto que la inversión pública se reduzca en los dos próximos años hasta situarse en un nivel próximo a los 20.000 millones de euros, lo que supone una reducción del 42% frente a la inversión media ajustada por densidad de población de los últimos veinte años.

La aportación del capital público al crecimiento potencial a la economía española a lo largo de los últimos treinta años es incuestionable y siempre creciente hasta superar la media de la UEM en 2009 y alcanzar su máximo en 2010. Sin embargo, en los cuatro ejercicios posteriores y previsiblemente en 2015, acusa la intensidad del proceso de consolidación fiscal, mostrando

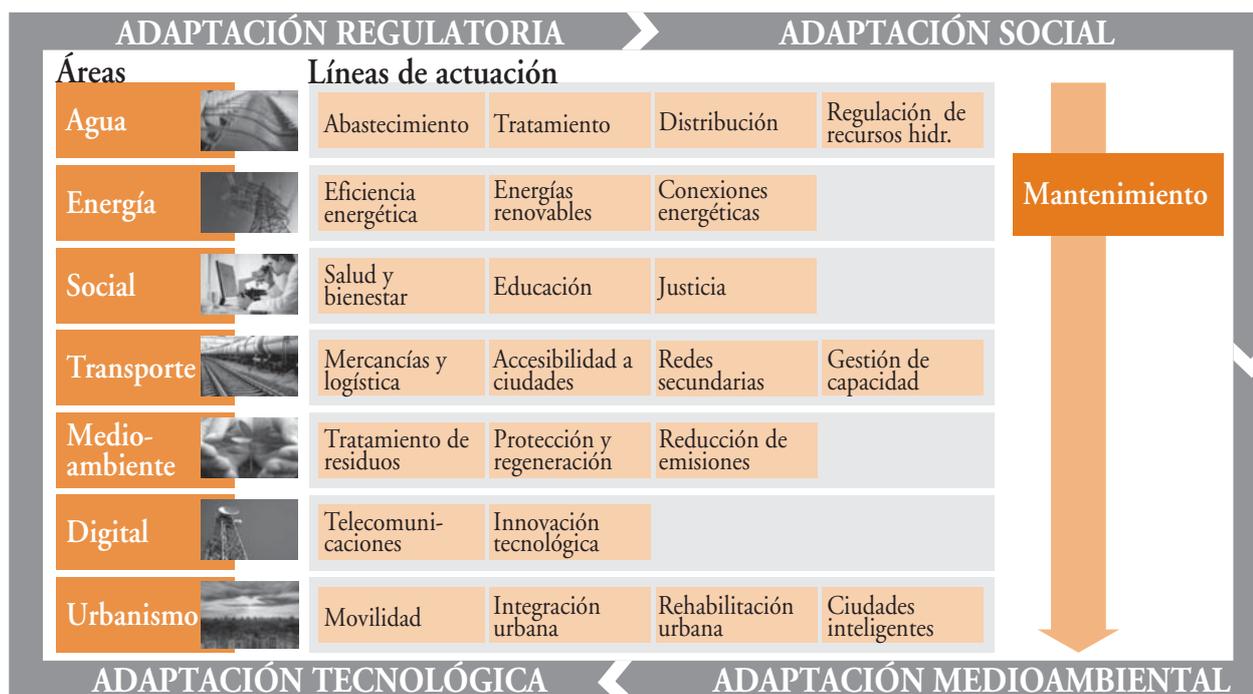
**Gráfico 6**  
Evolución del *stock* de capital público/población

Datos UEM=100



Fuente: Banco de España.

**Gráfico 7**  
Principales áreas de inversión sostenida en infraestructuras en España



Fuente: AT Kearney.

un grave deterioro de la capitalización física según la información que suministra el Banco de España sobre indicadores de capitalización y productividad.

Adicionalmente, se comprueba la existencia de un enorme déficit de dotación de infraestructuras en España relacionado con la mejora de la calidad de vida del ciudadano y la consolidación del Estado del bienestar. Estas carencias y el reto que supondrá afrontar la gestión de los recursos naturales, los cambios demográficos y las transformaciones aparejadas a la innovación tecnológica obligan a adquirir un nuevo compromiso de inversión pública a diez años para no quedarse atrás.

La consultora AT Kearney ha estimado unas necesidades de inversión anual sostenida de entre 38.000 y 54.000 millones de euros en los próximos diez años, lo que permitiría estimular la economía, crear puestos de trabajo y abordar una serie de carencias de infraestructuras y equipamientos para los ciudadanos en agua, energía, sanidad, educación, justicia, medioambiente, transporte y telecomunicaciones.

Asimismo, se destaca la presencia en España de un importante déficit en el mantenimiento de las infraestructuras actuales, destacando en mantenimiento en carreteras de alta capacidad, que se sitúa un 50% por debajo de países comparables, y un 15% en ferrocarriles. Adicionalmente se precisa impulsar la rehabilitación de vivienda para dar cumplimiento a las directivas europeas en materia de eficiencia energética.

Atendiendo a la previsión de consenso (2) para 2015, se contempla un crecimiento del 3,2%, mientras que

la previsión para 2016 apunta a un crecimiento del PIB próximo al 2,7%, basado en ambos años en la fortaleza de la contribución de la demanda nacional. En este marco y a modo de conclusión, se puede avanzar que la actividad del sector de la construcción experimentó un crecimiento próximo al 5,5% en 2015, estimándose su moderación a lo largo del 2016, apoyada en la continuidad del avance en vivienda y en general en la restante edificación aunque el proceso de consolidación de las cuentas públicas seguirá lastrando en el corto plazo la progresión de la obra civil, lo que previsiblemente situará el crecimiento del sector en una tasa próxima al 4,5%.

### NOTAS

- (1) <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/Documentacion/paginas/bdmacro.aspx>
- (2) Panel de FUNCAS de noviembre de 2015.

### BIBLIOGRAFÍA

- AT Kearney (2015), *Áreas prioritarias para una inversión sostenida en infraestructuras*, <http://www.observatorioconstruccion.com/acto.php>.
- Ministerio de Economía y Competitividad (2015), *Programa de Estabilidad (2015-2017)*, [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/150504\\_np\\_actestabil.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/comun/pdf/150504_np_actestabil.pdf)
- Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, *Presupuestos Generales del Estado 2016*, <http://www.sepg.pap.minhap.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/pge2016/Paginas/pge2016.aspx>
- SEOPAN (2014), *Informe económico*, <http://www.observatorioconstruccion.com/verlink.php?id=39188&>
- Panel de FUNCAS de noviembre de 2015, <http://www.funcas.ceca.es/Indicadores/Indicadores.aspx?file=4>

# LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EL EMPLEO EN EL SECTOR SERVICIOS ESPAÑOL

**Elena Mañas Alcón**

*Profesora Titular de Economía Aplicada y Subdirectora del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), UAH*

## RESUMEN

Algunos trimestres después de la Gran Recesión, 2015 ha sido para el sector servicios español un año de recuperación y consolidación de los ritmos de crecimiento de la actividad económica y del empleo. Sin embargo, no todas las ramas que componen este sector tan amplio y tan heterogéneo han participado por igual de esta mejoría. El presente artículo persigue ilustrar tanto la evolución general del sector y su contribución al crecimiento de la actividad económica general, como las diferencias entre sus distintas ramas. Se utilizan para ello las cifras de los tres primeros trimestres de 2015 que aporta la Contabilidad Nacional Trimestral de España y la Encuesta de Población Activa.

## PALABRAS CLAVE

Sector servicios, Contabilidad Nacional Trimestral, Economía española, Recuperación económica, 2015.

## 1. Introducción

Son ya muy numerosos los estudios que destacan la importancia cuantitativa y cualitativa de los servicios en las economías avanzadas y la española no es una excepción (1). El peso mayoritario que tienen en la producción y el empleo, así como la gran variedad de productos que proporciona para satisfacer las demandas de los hogares y también de las empresas, justifican sobradamente la necesidad de prestar una especial atención a su evolución.

El sector servicios español resistió mucho mejor que el conjunto de la actividad económica la etapa de la Gran Recesión. Ahora que la expansión de la economía española se consolida en el año 2015, tanto en el comportamiento del PIB como del empleo, el sector de los servicios no ha sido ajeno a dicho proceso, incluso ha contribuido a ello de forma determinante. De hecho, casi dos terceras partes de la tasa de crecimiento del PIB se debe a la contribución del sector terciario. Sin embargo, no todas las ramas han tenido el mismo dinamismo e incluso algunas de ellas todavía han sufrido caídas, cuestiones que conviene poner de relieve.

Este artículo analiza cómo se ha comportado el sector servicios en España a lo largo de 2015, en términos de producción y de empleo, primero de forma general y segundo poniendo de manifiesto las diferencias entre las ramas de actividad que lo componen.

Los datos proceden de la Contabilidad Nacional Trimestral de España (CNT) y de la Encuesta de Población Activa (EPA), ambas elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística. Desde un punto de vista temporal se pone el foco en las cifras de los tres primeros trimestres de 2015, que son las disponibles hasta la fecha de elaboración del artículo. Puesto que los datos manejados tienen periodicidad trimestral las comparaciones en el tiempo se realizan sobre las series corregidas de efectos estacionales y calendario y/o en términos de variación anual.

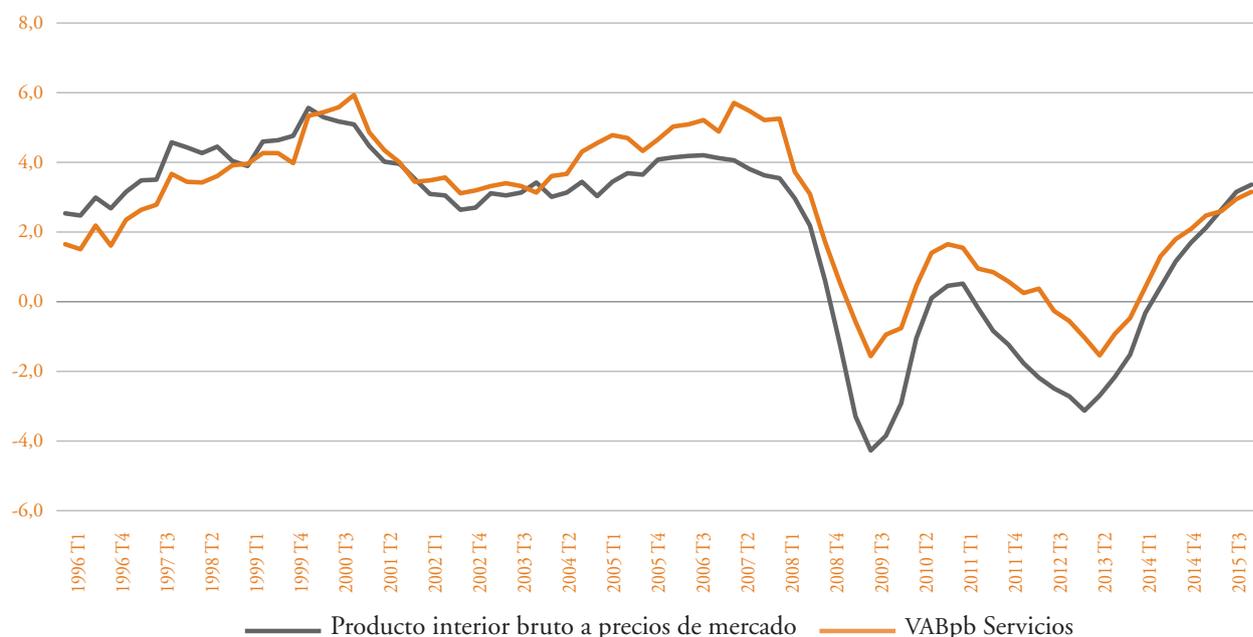
## 2. Producción, empleo y paro en el conjunto del sector servicios

Las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral ponen de relieve que la actividad de los servicios en España se contrajo solo de forma leve durante la etapa

**Gráfico 1**

### Evolución del PIB y del VAB de los servicios en España

Datos trimestrales en tasas de variación anual (%). Series corregidas de efectos estacionales y calendario



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España, Base 2010 (INE).

de la Gran Recesión. Así, mientras el PIB experimentó una caída de más del 8% en esa etapa, con dos fases de recesión que sumaron en total los dieciséis trimestres, el VAB de los servicios apenas se redujo en toda esa etapa, aunque sí experimentó dos fases de recesión que solo sumaron ocho trimestres. Eso sí, la desaceleración de la actividad terciaria fue muy importante, como se observa en el gráfico 1.

Desde mediados de 2013 el sector servicios y el PIB se adentran en una etapa de crecimiento acelerado que se ha prolongado durante los tres primeros trimestres del año 2015, con tasas de crecimiento anual que se sitúan próximas al 3% anual, como se observa en el cuadro 1.

Además, la contribución de los servicios al crecimiento anual del PIB ha sido creciente a lo largo de los tres trimestres conocidos de 2015 (1,78 puntos porcentuales -pp- en el primero, 2,02 pp en el segundo y 2,16 pp en el tercero), manteniéndose su porcentaje de aportación en valores que superan el 60%. Así, casi

dos terceras partes del crecimiento del PIB en 2015 se sustenta en el sector servicios, lo que se debe tanto a la elevada tasa de crecimiento del sector como a su importante peso relativo en el PIB (sobre el 68%).

El repunte en la producción de los servicios se refleja asimismo en las cifras de empleo que ofrece la Contabilidad Nacional. Tomando como referencia el empleo equivalente a tiempo completo, en el tercer trimestre de 2015 el empleo del sector supera ya los trece millones, habiendo aumentado en 373.000 personas desde el mismo trimestre de 2014; esta cifra supone el 73% del aumento total del empleo en ese periodo anual. La tasa de crecimiento trimestral, calculada con series corregidas de estacionalidad, ha ido aumentando a lo largo del año (véase cuadro 2).

Si se completa la información laboral con datos de la EPA, observamos que el sector servicios es el que más ha visto aumentar su número de activos y de ocupados en términos absolutos. Así, comparando las cifras del tercer trimestre de 2015 con las del mismo trimestre

**Cuadro 1****Tasas de variación del PIB y del VAB Servicios en los tres primeros trimestres de 2015**

Datos trimestrales. Series corregidas de efectos estacionales y de calendario

	PIB. Tasa de variación anual (%)	VABpb Servicios. Tasa de variación anual (%)	Contribución del VAB Servicios al crecimiento anual del PIB (pp)	PIB. Tasa de variación trimestral (%)	VABpb Servicios. Tasa de variación trimestral (%)
2015 T1	2,65	2,60	1,78	0,87	0,72
2015 T2	3,16	2,95	2,02	0,99	1,08
2015 T3	3,36	3,16	2,16	0,79	0,81

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España, Base 2010 (INE).

del año anterior se comprueba que los activos de los servicios han aumentado en 266.000 y las personas ocupadas casi en 350.000 (un 64% del aumento total de la ocupación). Los parados del terciario se han reducido en 83.000 efectivos.

Sin embargo, el aumento de la actividad y la ocupación y el descenso del paro en los servicios en términos relativos han sido inferiores al conjunto de la economía. Así, el paro en los servicios ha disminuido a un ritmo anual cercano al 6%, mientras que lo ha hecho en algo más del 10% en el conjunto de sectores (10% en la agricultura, 13% en la industria y 12,5% en la construcción). Por ello, el porcentaje de parados que corresponde al sector servicios ha aumentado en 1,4 puntos porcentuales en ese periodo anual, desde

el 25,7% en el tercer trimestre de 2014 al 27,1% en el tercer trimestre de 2015. La ocupación en los servicios ha crecido un 2,6% anual, mientras que en el total sectorial lo ha hecho un 3,1% (la agricultura lo ha hecho un 6,5%, la industria un 3,8% y la construcción casi el 6%).

### 3. Desigual situación de los servicios según las ramas de actividad

Uno de los rasgos más característicos del sector servicios es la gran heterogeneidad de las actividades que engloba, por lo que resulta imprescindible realizar una cierta desagregación de las cifras anteriores por ramas. Se utiliza el detalle a siete ramas que ofrece CNT.

**Cuadro 2****Empleo equivalente a tiempo completo en 2015, total y servicios**

Miles y tasas de variación trimestral.

Datos trimestrales. Series corregidas de efectos estacionales y de calendario

	Total		Servicios	
	Miles	TV trim. (%)	Miles	TV trim. (%)
2015 T1	16.661,7	0,78	12.830,2	0,60
2015 T2	16.810,4	0,89	12.921,6	0,71
2015 T3	16.922,6	0,67	13.033,4	0,87

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España, Base 2010 (INE).

## SECTORES PRODUCTIVOS

### Cuadro 3

#### Evolución de la población laboral total y en los servicios en 2015

Datos trimestrales en miles de personas y variación anual

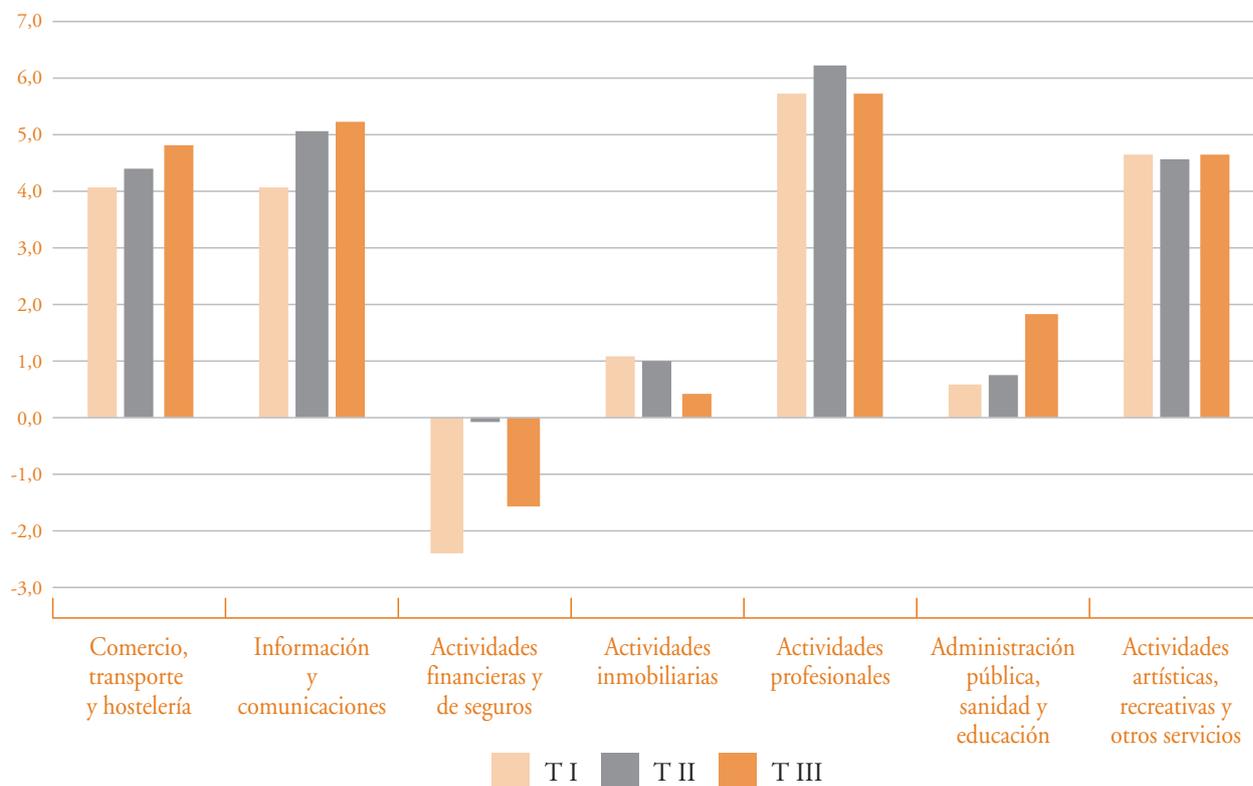
		2015 T1	2015 T2	2015 T3	Var. anual 2015 T3	Var. anual 2015 T3 (%)
Total	Parados	5.444,6	5.149,0	4.850,8	-576,9	-10,63
	Ocupados	17.454,8	17.866,5	18.048,7	544,7	3,11
	Activos	22.899,4	23.015,5	22.899,5	-32,2	-0,14
Servicios	Parados	1.466,2	1.372,7	1.312,8	-82,9	-5,94
	Ocupados	13.235,7	13.527,4	13.737,6	349,4	2,61
	Activos	14.701,9	14.900,0	15.050,4	266,5	1,80

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la EPA (INE).

### Gráfico 2

#### Evolución del VAB trimestral de las ramas de servicios

Tasa de variación anual (%). Series corregidas de estacionalidad y calendario



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España, Base 2010 (INE).

El gráfico 2 ilustra las tasas de variación anual en los tres primeros trimestres de 2015 para cada una de las ramas. Se observan diferencias notables, quedando tres ramas por debajo de la media del sector y cuatro claramente por encima. Es muy destacable el comportamiento de la rama en *Actividades financieras y de seguros*, que todavía en 2015 experimenta caídas en su producción, bastante notables en el primer y tercer trimestre (2,4% y 1,5%, respectivamente). La rama de *Actividades inmobiliarias* presenta una situación algo más favorable puesto que ha experimentado expansión en los tres trimestres, aunque moderado y sin una tendencia clara de mejoría, puesto que el modesto ritmo de crecimiento del primer y segundo trimestre (del 1,1%) se reduce a menos de la mitad en el tercero (0,5%). La situación de la rama de *Administración pública, sanidad y educación* también presentó un modesto dinamismo en la primera mitad

del año (0,6% y 0,7%) y aunque en el tercer trimestre se acelera de forma notable hasta el 1,9%, todavía queda lejos de la situación media que se observa en el conjunto de los servicios.

Así pues, las ramas que han tenido un comportamiento más dinámico han sido *Actividades profesionales, científicas y técnicas*, *Información y comunicaciones*, *Comercio, transporte y hostelería* y *Actividades artísticas, recreativas y otros servicios*.

La tasa de crecimiento de las *Actividades profesionales, científicas y técnicas* ha estado cercana al 6% anual durante los tres trimestres, casi duplicando la tasa de avance de los servicios en su conjunto y del PIB. *Información y comunicaciones* ha avanzado a un ritmo también muy elevado y acelerado, puesto que comenzó el año con una tasa del 4,1% y en el segundo y tercer trimestre superaba ya el 5%. *Comercio,*

#### Cuadro 4

##### Empleo equivalente a tiempo completo en 2015, total y servicios

Datos trimestrales. Series corregidas de efectos estacionales y de calendario

	T I		T II		T III			
	Miles	Var. Trim. (%)	Miles	Var. Trim. (%)	Miles	Var. Trim. (%)	Var. Anual Miles	Var. Anual (%)
Servicios	12.830,2	0,60	12.921,6	0,71	13.033,4	0,87	373,2	2,95
Comercio, transporte y hostelería	5.043,7	0,82	5.097,4	1,06	5.107,7	0,20	128,8	2,59
Información y comunicaciones	434,1	-1,12	439,5	1,24	455,7	3,69	21,5	4,95
Actividades financieras y de seguros	350,2	1,60	354,4	1,20	348,9	-1,55	3,7	1,07
Actividades inmobiliarias	176,4	5,76	173,7	-1,53	177,4	2,13	5,3	3,08
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1.903,4	0,75	1.920,7	0,91	1.948,2	1,43	105,1	5,70
Administración pública, sanidad y educación	3.718,0	0,26	3.727,0	0,24	3.783,6	1,52	86,8	2,35
Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	1.204,4	0,09	1.208,9	0,37	1.211,9	0,25	22,0	1,85
<b>Total ocupados</b>	<b>16.661,7</b>	<b>0,78</b>	<b>16.810,4</b>	<b>0,89</b>	<b>16.922,6</b>	<b>0,67</b>	<b>511,6</b>	<b>3,12</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España, Base 2010 (INE).

*transporte y hostelería* presenta una evolución en su crecimiento similar, aunque sin llegar a superar el 5% y las *Actividades artísticas, recreativas y otros servicios* han estabilizado su ritmo de aumento entre el 4,6% y 4,7% anual.

Con la excepción de algún trimestre, en general en todas las ramas se observa un aumento del empleo durante los tres trimestres disponibles de 2015, lo cual no es de extrañar teniendo en cuenta que las actividades de servicios son en su mayoría intensivas en empleo. Si se atiende a la variación anual (comparado con el tercer trimestre de 2014), las ramas que experimentan un mayor aumento en su número de efectivos son *Comercio, transporte y hostelería*, que tiene cerca de 129.000 ocupados más, y *Actividades profesionales, científicas y técnicas*, que aumenta en 105.000. Si consideramos la tasa de variación anual en porcentaje las ramas que crecen a mayor ritmo son, de nuevo, las *Actividades profesionales*, con un 5,7%, e *Información y comunicaciones*, que avanzan a un ritmo cercano al 5%.

#### 4. Conclusión

En definitiva, el dinamismo del sector servicios durante 2015 ha sido clave para explicar la expansión y aceleración de la economía española en su conjunto y el favorable comportamiento del empleo y del paro, aunque de forma desigual por ramas.

Cuatro de las siete ramas que componen el sector están experimentando tasas de aumento en su producción superiores a la media nacional y las que han tenido guarismos más pobres son aquellas que se vieron más afectadas por la crisis, como fueron los servicios finan-

cieros, los servicios inmobiliarios (ligadas al sector de la construcción) y, por último, los servicios públicos. En materia de creación de empleo destacan sobre todo las ramas de información y comunicaciones y las profesionales, científicas y técnicas.

Las perspectivas del sector servicios en su conjunto son favorables, si se tienen en cuenta las últimas cifras disponibles de los indicadores coyunturales para el sector, que están dando señales de que la tendencia expansiva de los servicios continuará en los próximos meses, aunque con una cierta ralentización.

#### NOTA

- (1) Para el caso español pueden señalarse, por ejemplo, los de Cuadrado (2008), Cuadrado y González (2009), Cuadrado (2015), Gordo, Jareño y Urtasun (2006) y Mañas y Sánchez (2009).

#### BIBLIOGRAFÍA

- Cuadrado, J. R. (2008), «Los servicios, sector clave en la expansión e internacionalización de la economía», en Velarde, J. y Serrano, J. M., *La Economía*, Serie España Siglo XXI, Madrid, Biblioteca Nueva, págs. 327-377.
- Cuadrado, J. R. y González, M. (2009), «Los servicios en el proceso de crecimiento de España», en *Papeles de Economía Española* (120), págs. 2-27.
- Cuadrado, J. R. (dir.) (2015), «Exportaciones españolas de servicios. Evolución, retos y perspectivas», Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
- Gordo, E.; Jareño, J. y Urtasun, A. (2006), «Radiografía del Sector Servicios en España», *Documentos Ocasionales*, núm. 0607, Banco de España.
- Mañas, E. y Sánchez, J. C. (2009), «Familias españolas y consumo de servicios», en *Papeles de Economía Española* (120), págs. 90-105.

TE GUSTA ESTAR AL DÍA

TE HAS PREPARADO

QUIERES HACERLO BIEN



## NUEVO MEMENTO PRÁCTICO FISCAL 2016

~~155€~~ **132,60€**  
4% IVA NO INCLUIDO

15% DTO. PARA  
MIEMBROS DEL COLEGIO DE  
ECONOMISTAS DE MADRID

OFERTA VÁLIDA HASTA LA PUBLICACIÓN DE LA OBRA

**IMPULSA TU TALENTO** con la obra de referencia para miles de profesionales del ámbito jurídico tributario: el Memento Fiscal 2016. Encontrarás el análisis más exhaustivo de **toda la fiscalidad**, en un solo volumen, así como el estudio de **todas las novedades y reformas legislativas** del último año analizadas por impuestos, **destacando la profunda reforma de la Ley General Tributaria**.

Se trata de un manual redactado por **expertos en cada materia** y diseñado para encontrar al instante **soluciones concretas** y rigurosamente fundamentadas. Más de 19.000 citas a legislación, jurisprudencia y doctrina administrativa más reciente y relevante. Todas ellas laboriosamente escogidas.



### PRINCIPALES NOVEDADES

2.215 PÁGS. APROX.

En el Memento Fiscal 2016 se aborda el estudio de todas las reformas ocurridas desde la publicación de la edición anterior, y entre las que destacan:

- Modificaciones introducidas en el Reglamento del IRPF.
- Nueva escala de retención aplicable a los rendimientos del trabajo.
- Nuevos tipos fijos de retención en el IRPF.
- Novedades en materia de estimación objetiva de los rendimientos de actividad económica.

- Nuevas escalas general y del ahorro estatal.
- Prórroga durante el ejercicio 2016 de la vigencia del IP.
- Modificación de la regulación de los activos intangibles y su amortización. Especial referencia al fondo de comercio.
- Nuevo tipo general de retención en el IS.
- Reforma de la LGT
- Nueva Ley de Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

### ESTARÁS SIEMPRE AL DÍA

1. La suscripción al Memento Fiscal 2016 incluye un **SERVICIO DE ALERTA VÍA E-MAIL** con las novedades que se vayan produciendo cada semana, para que estés siempre al día.
2. Además, incluye el servicio **"EXTRA MEMENTOS"** en nuestra web [www.efl.es](http://www.efl.es) con el que podrás consultar en cualquier momento si un número marginal del Memento ha sido modificado.

**ADQUIÉRELO AHORA LLAMANDO AL 91 210 80 00**

\* Cita el código promocional 13152 para beneficiarte de los precios especiales que tenemos reservados para ti.

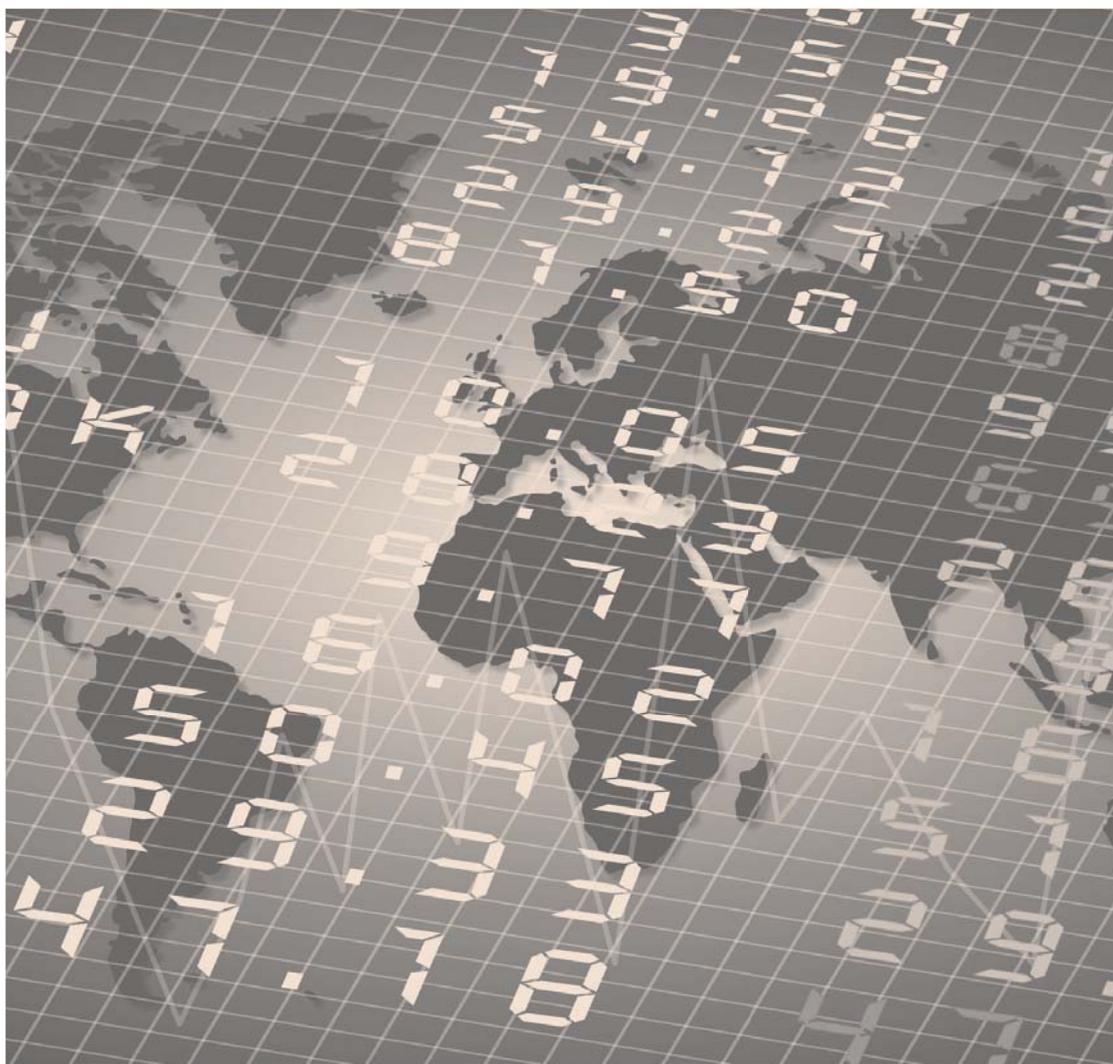
**LEFEBVRE  
EL DERECHO**

INTELIGENCIA JURÍDICA  
[www.efl.es](http://www.efl.es)

Calle Monasterios de Suso y Yuso, 34 28049 Madrid  
T 91 210 80 00 [clientes@lefebvreelderecho.com](mailto:clientes@lefebvreelderecho.com)

Síguenos en





# SISTEMA FINANCIERO

**Coordinador**

**Jaime Requeijo**

*Catedrático Emérito de Economía Aplicada, IEB*

# EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: AVANCES Y RETOS

**Eduardo Pérez Asenjo (\*)**

*Departamento de Estabilidad Financiera, Banco de España*

## RESUMEN

El sistema financiero español ha continuado en 2015 su senda de recuperación, y su posición ha mejorado de forma significativa desde los momentos de mayor tensión de mediados de 2012. Aunque el crédito sigue reduciéndose, lo hace cada vez a un ritmo menor; los activos dudosos continúan cayendo con fuerza; y la solvencia sigue reforzándose. La rentabilidad del negocio en España constituye el principal reto del sector, ya que se ve presionada por el contexto de tipos de interés muy bajos, actividad reducida y aún elevado volumen de activos improductivos. En cualquier caso, tras la profunda transformación acometida en los últimos años, el sector afronta con plenas garantías los retos que se avecinan en el futuro inmediato.

## PALABRAS CLAVE

Bancos, Rentabilidad, Crédito, Morosidad, Solvencia.

## 1. Introducción

El sistema financiero español en 2015 se puede entender desde dos ópticas, divergentes pero complementarias. Desde un punto de vista retrospectivo, el sector bancario español, prácticamente, ha culminado con éxito un intenso proceso de reestructuración. Desde un punto de vista prospectivo, y al igual que el resto de sistemas bancarios de la zona euro, se enfrenta a desafíos importantes en el futuro próximo.

La posición del sistema financiero español, desde los momentos de mayor tensión de mediados de 2012, ha mejorado de manera significativa como consecuencia de los avances logrados en términos de calidad de los activos, liquidez y solvencia de las entidades, así como en la regulación y supervisión del sector. La recapitalización, el saneamiento de los balances, la reducción de capacidad instalada y la reforma en el régimen de propiedad de las cajas de ahorros (1) han sido los ejes principales de la profunda transformación del sector

bancario español. Esta reestructuración, junto a la estabilización en los mercados financieros internacionales, y en particular en el área del euro, y la progresiva recuperación de la actividad económica en España, han contribuido a la paulatina superación de los desequilibrios que el sector había acumulado en los años expansivos anteriores.

Sin embargo, pese a esta sensible mejora respecto a las turbulencias pasadas, el sector bancario español, de manera similar a los sistemas bancarios del resto de países europeos, afronta nuevos retos como la reducción estructural de la rentabilidad o la adaptación al nuevo entorno regulatorio.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En la siguiente sección se describe el contexto, tanto a nivel internacional como a nivel doméstico, en el que ha desarrollado su actividad el sistema financiero español en el último año. La evolución del sistema bancario español en 2015 se analiza a través de sus principales variables, crédito, morosidad, solvencia y rentabilidad, en la sección tres. Finalmente, el artículo se cierra con las principales conclusiones y los retos más relevantes que se avecinan en el futuro inmediato.

(\*) Las opiniones manifestadas en este artículo son personales del autor y no reflejan necesariamente la posición del Banco de España.

### 2. Contexto en el que ha operado el sistema financiero español en 2015

La evolución económica y financiera internacional en el último año se ha caracterizado por una mayor incertidumbre. Son tres los principales factores que explican esta evolución. En primer lugar, las dudas sobre la intensidad del ajuste de la economía de China y sus consecuencias para el comercio mundial, que afectó a los mercados bursátiles con aumentos de la volatilidad y descensos de las cotizaciones, especialmente en verano. En segundo lugar, la caída en el precio de las materias primas, en especial del petróleo. En tercer lugar, la incertidumbre sobre el momento del inicio y el ritmo de normalización de la política monetaria en EE.UU., decisión (o expectativas sobre la misma) que afecta y se ve afectada por los desarrollos bursátiles (2). Como resultado de estos factores, la evolución de la economía mundial en el último año podría sintetizarse en, por un lado, una moderada recuperación de la actividad en las economías desarrolladas y, por otro, una prolongación de la senda de desaceleración de las economías emergentes.

En el área del euro, ha continuado en 2015 el reducido crecimiento de sus economías. La aprobación y puesta en marcha del tercer programa de rescate a Grecia en verano mitigó un foco señalado de incertidumbre para la economía de la eurozona. No obstante, a lo largo del año, los indicadores de inflación observada y esperada han continuado alejados del objetivo a medio plazo de niveles cercanos al 2% contenido en el mandato del BCE, por lo que este ha acentuado el tono expansivo de su política monetaria.

Así, en enero anunció el programa de compra de deuda del sector público (PSPP, *Public Sector Purchase Programme*), que se une a los programas aprobados en septiembre de 2014 de compra de bonos garantizados (CBPP3, *Covered Bond Purchase Programme*), y de bonos de titulización de activos (ABSPP, *Asset-Backed Securities Purchase Programme*). Los tres conforman el programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*), cuyas compras conjuntas ascienden a un total de 60.000 millones de euros mensuales. La línea acomodaticia de la política monetaria del BCE continuó con las medidas aprobadas el 3 de diciembre. Por un

lado, se extiende la duración de su programa de compras de activos hasta el final de marzo de 2017 (seis meses más de lo inicialmente previsto), y además se incluyen en el mismo los instrumentos de renta fija emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro. Por otro lado, se reduce el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 puntos básicos hasta el  $-0,30\%$ . Hasta el momento, las distintas medidas adoptadas por el BCE han permitido una mejor transmisión de la política monetaria, reduciendo la fragmentación de los mercados financieros europeos, lo que, unido a la depreciación del euro, han mejorado las condiciones de financiación de los hogares y empresas españolas.

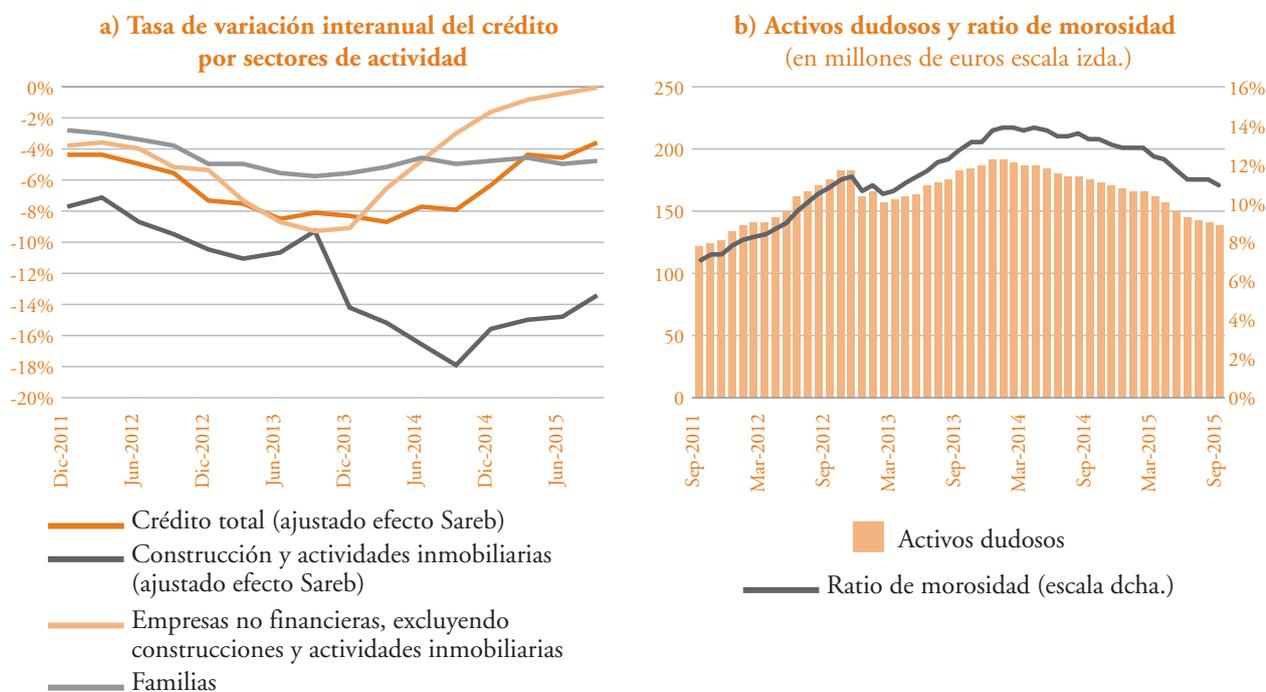
En España ha continuado la mejora de la actividad económica, y el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre (últimos datos disponibles al escribir estas líneas) alcanzó el 3,4%, aunque las previsiones sugieren un ritmo de avance algo más moderado para 2016. La tasa de paro (de acuerdo a los últimos datos de la EPA) descendió 2,5 puntos porcentuales en los últimos doce meses y se situó en el 21,2% en el tercer trimestre, una cifra que sigue siendo muy alta, pero que constata la mejoría en el mercado de trabajo. La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 8.200 millones de euros de enero a septiembre de 2015, mientras que la balanza de capital acumuló un superávit de 5.000 millones de euros en el mismo periodo, de modo que la capacidad de financiación de la economía española alcanzó los 13.200 millones de euros en los nueve primeros meses de 2015 (más que duplicando el superávit obtenido en el mismo periodo del año anterior). Finalmente, en el ámbito de los precios, según el indicador adelantado, la tasa de variación interanual del IPC se situó en el  $-0,3\%$  en noviembre, lo que supone un aumento de cuatro décimas respecto al mes anterior, que se explica principalmente por el comportamiento de los precios de la energía.

### 3. Evolución del sistema bancario español en 2015

Una vez descrito el contexto en el que ha desarrollado su actividad el sistema bancario español, en esta sección se va a analizar la evolución de sus principales

Gráfico 1

## Crédito y dudosos del sector privado residente en España (\*)



(\*) En diciembre de 2012 y en febrero de 2013 se produjeron los traspasos a la Sareb por parte de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2, por lo que se realizan los ajustes correspondientes para corregir las tasas de variación afectadas por dichos traspasos.  
Fuente: Banco de España.

variables en 2015. El volumen de crédito al sector privado en España ha continuado la tendencia descendente iniciada en el año 2011, si bien su ritmo de descenso es cada vez menor desde el tercer trimestre de 2013. Así, como muestra el gráfico 1a, la tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente (hogares y empresas) se situó en junio de 2015 (últimos datos disponibles) en el -3,5%, lo que supone una mejora de más de 4 pp respecto a la tasa del 8% registrada un año antes.

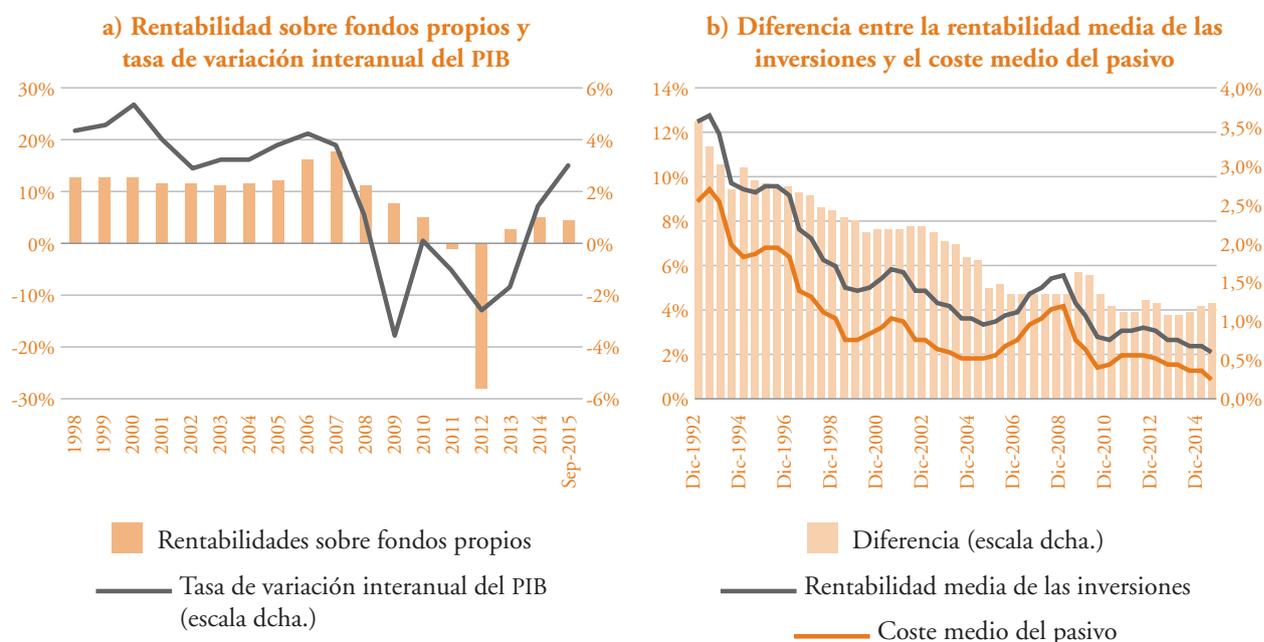
Por sectores institucionales, los últimos datos trimestrales muestran una caída interanual del crédito a empresas no financieras del 4,9% en septiembre de 2015 (mejorando en 4 pp el -8,9% registrado en septiembre de 2014). Dentro de las empresas no financieras la situación es muy diferente entre las dedicadas a construcción y actividades inmobiliarias (descenso del 13,4% en septiembre de 2015), y el resto de sectores, cuya tasa de variación está a punto

de entrar en terreno positivo. Por su parte, el crédito a familias se ha mantenido relativamente estable en el último año, reduciéndose un 4,7% en tasa interanual en septiembre de 2015 (frente al -4,9% observado un año antes).

Los activos dudosos del crédito al sector privado en España han continuado su caída en 2015, y desde enero de 2014 registran variaciones intermensuales negativas de forma ininterrumpida. En particular, entre septiembre de 2014 y septiembre de 2015 (últimos datos disponibles) se redujeron en 36,4 millones de euros (un 20,9%), siendo la reducción generalizada entre hogares y empresas no financieras. El descenso sustancial de los activos dudosos (que supera la anteriormente comentada reducción en el crédito) se traduce en una mejora de la ratio de morosidad, que se reduce en más de dos puntos porcentuales en el último año hasta el 10,9% de septiembre de 2015 (véase gráfico 1b).

**Gráfico 2**

**Rentabilidad del negocio bancario en España**



Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

En cuanto a la solvencia de las entidades, la ratio de capital de máxima calidad, el capital ordinario de nivel 1 (CET1) ha aumentado en casi medio punto porcentual en el último año, hasta alcanzar el 12,3% para el conjunto de entidades españolas en septiembre de 2015 (últimos datos disponibles), superando con holgura el mínimo regulatorio.

Finalmente, un desarrollo más extenso requiere la rentabilidad (3), que constituye el principal reto que afrontan las entidades españolas, así como sus homólogas europeas. Pese a que la rentabilidad del sector en sus negocios en España ha mejorado levemente en el presente año, los niveles actuales de la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) en el negocio en España, como muestra el gráfico 2a, se encuentran aún alejados de los niveles habituales de mediados de la década pasada y finales de los años noventa. Los niveles actuales del ROE, en torno al 5%, se sitúan por debajo del coste del capital (4), de modo que el atractivo actual por invertir en banca es reducido, lo que se está notando en la evolución de las cotizaciones bursátiles de los bancos españoles en lo que llevamos de año

(que ha reducido, en varios casos, su cotización por debajo de su valor en libros).

Son tres los principales elementos de presión sobre la cuenta de resultados del negocio en España. En primer lugar, el entorno de tipos de interés muy bajos, como respuesta a una tasa de inflación en la zona euro inferior al objetivo del BCE, que aún podría perdurar un período de tiempo dilatado mientras las expectativas de inflación del BCE justifiquen el tono tan expansivo de su política monetaria (como se comentó en la sección dos). Según se muestra en el gráfico 2b, el diferencial de tipos (diferencia entre los tipos de activo y pasivo) se encuentra en niveles históricamente muy bajos, cercanos al 1%. En segundo lugar, un nivel de actividad bancaria todavía reducido (como se describió anteriormente) el volumen total de crédito sigue descendiendo. En tercer lugar, el significativo volumen de activos improductivos (dudosos y adjudicados) que aún permanecen en los balances de las entidades. No obstante, como ya se ha resaltado, los activos dudosos se están reduciendo, lo que se traduce en menores provisiones por deterioro de activos y una mejora de los resultados.

En este contexto, para aumentar la rentabilidad, la banca española debe mantener sus esfuerzos en la reducción de costes y las ganancias de eficiencia. Pese a su disminución en los últimos años, el sistema bancario español se caracteriza por una densidad de oficinas superior a la media europea, por lo que es de esperar que este proceso aún siga teniendo cierto recorrido, lo que unido al desarrollo de nuevas tecnologías permita lograr las ganancias de eficiencia sugeridas.

#### 4. Conclusiones y retos futuros

En los últimos tiempos, el negocio bancario se encuentra en una situación de permanente evolución, reflejo, por un lado, de la sociedad dinámica y altamente digitalizada en que vivimos, y consecuencia, por otro lado, de las mejoras regulatorias e institucionales surgidas como respuesta a la crisis financiera vivida. La introducción de nuevos ratios de apalancamiento y de liquidez, mayores requerimientos de capital, o nuevos requisitos en materia de resolución, son algunos de los principales ingredientes que configuran el nuevo panorama regulatorio. Por su parte, desde el punto de vista supervisor, acaba de cumplirse un año de funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión, y parece que la armonización supervisora (al aproximarse a las prácticas más rigurosas en cada ámbito) podría aumentar el grado de exigencia para todos los bancos europeos.

En este contexto, las entidades, no solo las españolas sino también las europeas, deberán ajustar su modelo de negocio (por ejemplo, orientándolo más a los servicios para no hacerlo tan dependiente del crédito) y su estructura de balance (por ejemplo, aumentando la disponibilidad no solo de recursos propios, sino también de otros instrumentos de pasivo susceptibles de absorber pérdidas en caso de resolución), así como profundizar en su apuesta por la innovación tecnológica y la transformación

digital (que podría aumentar su volumen de operaciones dado que los servicios digitales tienen un alto crecimiento potencial). Asimismo, en algunos casos, puede resultar apropiado plantearse posibles operaciones corporativas, con objeto de adecuar su organización y estructura al exigente entorno económico y regulatorio en el que desarrolla su actividad el sistema financiero español.

En cualquier caso, tras la transformación acometida en los últimos años y los avances logrados en términos de calidad de los activos, liquidez y solvencia, el sector bancario español dispone hoy de una mejor posición y de una mayor capacidad de resistencia para afrontar con garantías los retos a los que se enfrenta en el futuro inmediato.

#### NOTAS

- (1) Esta reforma se completó con la Circular 6/2015, de 17 de noviembre, del Banco de España, que desarrolla las obligaciones de las fundaciones bancarias derivadas de sus participaciones en entidades de crédito, conforme a la habilitación concedida por la Ley 26/2013, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, y por el Real Decreto 877/2015 que la desarrolla.
- (2) Finalmente, la Reserva Federal decidió subir los tipos de interés un 0,25% en su reunión del 15-16 de diciembre, lo que supone su primera subida de tipos desde 2006.
- (3) Para un análisis más detallado de la rentabilidad del sector bancario español, puede consultarse el Informe de Estabilidad Financiera de noviembre de 2015 (Banco de España, 2015).
- (4) El BCE estima que dicho coste de capital se situaría entre el 8% y el 10% para la mayoría de los bancos europeos (BCE, 2015).

#### BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2015), «Financial Stability Review», mayo 2015. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201505.en.pdf?3cd887eb74f562fc8db70554df5b01ca>
- Banco de España (2015), «Informe de Estabilidad Financiera», noviembre 2015. <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/15/IEF-Nov15.pdf>



**Afi** Escuela  
de Finanzas

Más de 20 años siendo un referente  
en la educación financiera

**MASTERS**  
**PROGRAMAS EXPERTO**  
**CERTIFICACIONES INTERNACIONALES**  
**CURSOS DE ESPECIALIZACIÓN**  
**CURSOS DE VERANO**



[www.afiescueladefinanzas.es](http://www.afiescueladefinanzas.es)



**Afi** Escuela  
de Finanzas

C/ Marqués de Villamejor, 5  
28006 Madrid  
Telf. 915 200 150 / 180  
efa@afi.es

# REGULACIÓN BANCARIA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

**Juan Ignacio Peña (\*)**

*Catedrático de Economía Financiera, Universidad Carlos III de Madrid*

## RESUMEN

Este trabajo estudia la forma en que la nueva oleada de regulación bancaria puede afectar a la actividad económica, el crecimiento y el empleo, con atención especial al caso español. Después de presentar los argumentos que justifican la regulación de la industria bancaria, se discute la evidencia sobre el impacto de esta regulación sobre el crecimiento económico. A continuación, se analiza la evolución de la banca española teniendo en cuenta los cambios regulatorios recientes. Finalmente, se exponen algunas reflexiones sobre el futuro de la regulación prudencial de los bancos.

## PALABRAS CLAVE

Crecimiento económico, Regulación bancaria, Capital regulatorio, Acuerdos de Basilea.

## 1. Introducción

La regulación de las industrias por el gobierno se suele justificar bajo dos premisas. En primer lugar, la regulación se considera necesaria si las empresas de la industria realizan actividades que puedan ocasionar daños físicos a las personas. En segundo lugar, la regulación está justificada cuando las acciones privadas crean resultados que ocasionan unos costes sociales mayores que los costes privados. Es esta una situación en la que las decisiones de los agentes privados maximizando la utilidad individual llevan a resultados colectivos que implican pérdidas sustanciales de bienestar social, véase Coase (1990). En el caso de la industria bancaria, la justificación de la necesidad de regulación se apoya en esta segunda premisa (1), ya que la evidencia empírica sugiere que los costes sociales de las crisis en este sector son muy elevados (2) y superiores a los costes privados (3). Reinhart y Rogoff (2014) estudian cien crisis bancarias a lo largo de dos siglos y muestran que la pérdida promedio en PNB

real per cápita (del comienzo al punto más bajo) ocasionado por este tipo de crisis es del orden del 11% y además se tarda unos ocho años (en media) en recuperar el nivel de renta de antes de la crisis (4). Una de las razones principales por la cual la crisis 2007-2009 fue tan severa es que los sectores bancarios de muchos países tenían un apalancamiento enorme. Esta situación iba acompañada de una erosión del nivel y calidad del capital propio, de bajos niveles de liquidez y de una política agresiva de toma de riesgos (5). En la última crisis bancaria hay al menos dos factores que han jugado un papel central (6):

(i) Las consecuencias de la relajación de las normas regulatorias que supuso el acuerdo de Basilea II. Este acuerdo disminuyó la ponderación por riesgo de las hipotecas desde un 50% (en Basilea I) a un 35%, dando un claro incentivo a la participación en este segmento del mercado. Asimismo, el acuerdo alentó la autorregulación de los grandes bancos, con la consecuencia de una disminución del capital regulatorio efectivo (7). Basilea II también favoreció el uso intensivo de la titulización. Hay evidencia que sugiere que, en EE.UU., esto tuvo un efecto adverso sobre los incentivos de los prestamistas para vigilar la calidad de los préstamos que concedieron en ese periodo (Keys, Mukherjee,

(\*) El autor agradece la financiación del proyecto MCI ECO2012-35023, y los comentarios de Santiago Carbó-Valverde, Alfredo Martín-Oliver, Vicente Salas-Fumás y Javier Torres Riesco a una versión anterior de este trabajo. Los errores son del autor.

Seru y Vig, 2010). Sin embargo en Europa la experiencia parece ser diferente (Frohn, 2015), ya que durante el periodo 2007 a 2013 las tasas de fallido de los RMBS son del 0,12% en Europa y del 22,05% en EE.UU., lo cual sugiere que los bancos europeos fueron mucho más cuidadosos, en promedio.

(ii) La actitud complaciente y dudosamente competente de casi todos los reguladores y supervisores locales (con muy pocas excepciones como Suecia o Canadá), véase Barth, Caprio y Levine (2012), quizás influida por el impacto de la captura regulatoria (Veltrap y De Haan, 2014), que se plasma, entre otras cosas, en la considerable variación permitida en el cálculo de las ponderaciones por riesgo de los activos entre diferentes bancos y jurisdicciones (Le Leslé y Avramova, 2012).

Los gobiernos y el G-20 han tenido en cuenta estos dos factores (8) y la tendencia actual, a ambos lados del Atlántico, es la de incrementar y endurecer la regulación de la industria bancaria. Una panorámica de las medidas en las que se inspira la nueva regulación se expone en el informe Vickers (Independent Commission on Banking, 2011), que recomienda dos acciones clave: (i) la separación de las actividades tradicionales y de banca de inversión (*ringfencing*), y (ii) ratios de capital propio (ponderadas por riesgo) de al menos 10% en la sección *tradicional* del banco y ratios de capital totales del orden del 20% para el banco en conjunto. Las nuevas regulaciones (ley Dodd-Frank en EE.UU., directivas CRR/CRD IV en la EU) (9), y las nuevas ratios (la ratio de apalancamiento de Basilea III (LR), la ratio de cobertura de liquidez (LCR) y la ratio de financiación estable (NSFR) van en esta línea. Asimismo, el proyecto de unión bancaria europea implica la creación del mecanismo único de supervisión (SSM) y el mecanismo único de resolución (SRM) para impulsar una supervisión bancaria más sistemática y efectiva, que permita evitar la fragmentación del mercado único. La forma en que esta nueva oleada de regulación puede afectar a la actividad económica, el crecimiento y el empleo es el objetivo de este trabajo, con atención especial al caso español. El resto del trabajo está estructurado como sigue. En el apartado 2 se discute la evidencia sobre el impacto de la regulación ban-

caria sobre el crecimiento económico. En el apartado 3 se analiza la respuesta de la banca española a los cambios regulatorios recientes. El apartado 4 contiene las conclusiones.

## 2. Regulación bancaria y crecimiento económico

Hay un intenso debate sobre el impacto económico de la regulación bancaria, véase por ejemplo Martynova (2015). El *Wall Street Journal* (10) reportaba los resultados de un estudio que afirmaba que los seis mayores bancos americanos llevaban gastados 70,2 billones de dólares (hasta fines de 2013) en cumplir con la nueva regulación. Los costes de las nuevas regulaciones para una muestra de bancos europeos en Luxemburgo (11) se cifran en unos 382 millones de euros al año, según una encuesta realizada en 2014. Además de los costes para los bancos, están los costes de supervisión. Por ejemplo, el presupuesto para actividades regulatorias del banco de Inglaterra se estima en 400 millones de libras en 2015 (12). Sin embargo, aunque estos costes puedan parecer considerables, el punto clave es si los costes regulatorios son compensados por los beneficios de la estabilidad financiera y macroeconómica (13). Es decir, aunque es posible que unas ratios de capital más elevadas ocasionen un aumento en los costes del crédito y/o una reducción permanente en la oferta de crédito, también es posible que esas ratios más altas reduzcan la frecuencia y la severidad de las crisis financieras. El informe Vickers calcula que los costes anuales para la industria bancaria británica de la implementación de sus propuestas es del orden de £4bn-£7bn cada año. Además los costes sociales (menor crédito y menor crecimiento económico) se cifran en £1bn-£3bn. El coste anual de las crisis bancarias se estima en unos £40bn al año. Por tanto, los costes de la nueva regulación solo están justificados si esta consigue evitar las crisis bancarias.

Es importante señalar que la evidencia empírica directa sobre la relación entre regulación bancaria y crecimiento económico es limitada y la mayoría de los estudios que conocemos se centran en el impacto a corto plazo del nivel de los requerimientos de capital sobre el volumen de crédito, con lo cual las ventajas

de los mismos (mayor estabilidad a medio y largo plazo) no es fácil que se manifiesten (14). Una excepción es Buch y Prieto (2014) que estudian los efectos a corto y a largo plazo usando una muestra de bancos alemanes durante sesenta años y encuentran que el efecto de los niveles de capital en el volumen de préstamos es *positivo*. De hecho, un 1% de incremento en el nivel de capital incrementa el volumen de préstamos en 0,22% (15). En cualquier caso, tampoco nos consta que se haya encontrado todavía un nexo claro entre los cambios en el volumen de préstamos bancarios y las variables macroeconómicas relevantes (PNB, empleo).

Los estudios que se discuten a continuación proporcionan estimaciones a largo plazo (16) de los efectos de la regulación y están basados en simulaciones y calibraciones con modelos macroeconómicos o económicos. Hay que señalar que estos estudios no están exentos de críticas metodológicas (Rochet, 2014) que podrían poner en cuestión la fiabilidad de sus resultados. El Institute of International Finance (IIF) (17), realizó un estudio (IIF, 2011) en el que se afirmaba que la implantación de las reformas regulatorias (Acta Dodd-Frank, Basilea III, EU CRD IV, y otras a nivel de país individual) (18), reduciría el crecimiento económico (19) en un 3,2% del PIB en U.S.A., Euro Área, Japón, U.K. y Suiza en el periodo 2011-2015 (0,7% al año) y que esto implicaría una pérdida de 7,5 millones de puestos de trabajo en esos países. El argumento fundamental de este informe es que el coste de financiación de los bancos (sea vía capital propio o deuda) va a crecer con la mayor regulación, que los bancos no van a ser capaces de absorber internamente una proporción significativa de esos costes (aumentando su eficiencia interna) y que, por tanto, esos mayores costes se van a pasar a los tipos de interés de los préstamos bancarios. El IIF estima que estos van a aumentar (la base cero es en 2010) hasta un máximo cercano a los 600 b.p. en 2015, para luego decrecer hasta los 300 b.p. en 2020, con el consiguiente efecto desincentivador sobre la actividad económica (20). En opinión del IIF, ese decremento en la actividad económica no va a ser compensado por los beneficios de una mayor estabilidad financiera. Sin embargo, una serie de estudios realizados por el IMF, la OECD y el BIS (21) dan unas estimaciones que coinciden en

señalar que el impacto regulatorio sobre el crecimiento económico es mucho menor que las estimaciones del IIF. El estudio realizado por el IMF, IMF (2012) es representativo de esta línea de trabajo y calcula que el incremento promedio a largo plazo en los tipos de interés de las economías avanzadas es inferior a los 20 b.p. (300 b.p. según el IIF) y por tanto el impacto sobre el crecimiento económico no parece que vaya a ser muy significativo.

Otros estudios, como Kashyap, Stein y Hanson (2010), sugieren que el impacto permanente de incrementos sustanciales de la ratio de capital (v.gr., en diez puntos porcentuales) sobre los tipos de interés de los préstamos va a estar en el rango de 25 a 45 p.b. y por tanto su impacto sobre el crecimiento no es fácil que sea muy relevante. Rochet (2014) analiza los resultados de varios estudios y llega a la conclusión de que el resultado promedio a largo plazo es un incremento en el tipo de interés de los préstamos bancarios del orden de 10 p.b., mientras que el impacto sobre el declive del PIB es del orden del 0,10% por cada punto porcentual de incremento en la ratio de capital. Un informe reciente de la Comisión Europea (EC, 2014) estima que los beneficios macroeconómicos de las nuevas regulaciones son del orden del 0,6-1,1% del PNB de la EU, cada año, mientras que los costes se estiman en 0,3% del PNB de la EU, cada año. El efecto neto es positivo y del orden del 0,3-0,8% del PNB de la EU, cada año.

En resumen, aunque la mayoría de los trabajos coinciden en sus estimaciones de los beneficios económicos a largo plazo de la regulación, discrepan sobre los costes potenciales. Aunque todos ellos sugieren un incremento de los tipos de interés del orden de 10 a 20 p.b. por cada punto porcentual de incremento de capital, los trabajos que realizan un análisis coste-beneficio (BCBS, 2010; Miles y cols., 2012; EC, 2014) concluyen que los beneficios exceden los costes, lo cual contrasta con el único trabajo que reporta lo contrario (IIF, 2011). Como complemento de estos resultados, varios trabajos estudian el nivel óptimo de las ratios de capital (Tier 1 con respecto a activos ponderados por riesgo), en el sentido de que son los que maximizan la relación beneficio/coste. Los niveles óptimos son 13% (BCBS, 2010), 19% (Miles y cols., 2012),

14% (Martínez-Miera y Suárez, 2014), todos ellos muy superiores al 6% recomendado en Basilea III.

### 3. El caso de los bancos españoles

En el caso español, un primer estudio que evaluó el impacto de Basilea III sobre la oferta de crédito es Martín-Oliver, Ruano y Salas-Fumás (2013) que analizan el impacto de los costes de ajuste a los nuevos requisitos de capital en el periodo 1992-2007. En el caso de los bancos comerciales (22), encuentran que los nuevos requisitos se satisfacen muy rápidamente (dos años), mediante una combinación de políticas comerciales y retención de beneficios. El efecto permanente de incremento de los tipos de interés de los préstamos se cifra en 6,8 p.b. por cada punto porcentual de incremento de capital. El efecto de esos incrementos de los tipos de interés se traslada en una disminución del PNB del 0,19% al año durante los dos primeros años y cerca del 0,12% a partir del tercer año. Es importante señalar que los autores no estiman los posibles beneficios de la nueva regulación y por tanto no proporcionan su efecto agregado total sobre la economía.

Una de las consecuencias de la crisis que comenzó en 2007 ha sido la drástica reducción en el número de entidades bancarias en nuestro país, al desaparecer casi por completo el sector de las cajas de ahorro. Fuentes (2015) indica que el número de entidades bancarias activas ha pasado de en torno a las 95 en el periodo 2004-2007 a cerca de 45 en el periodo 2011-2013. Aunque esto ha ocasionado preocupación sobre el impacto de esa concentración sobre el nivel de competencia del sector, un estudio reciente, Zurita (2014), afirma que la concentración es relativamente baja, y que no hay una entidad dominante en el sector. Eso implicaría que la capacidad de pasar a los tipos de interés de los préstamos el incremento de costes asociado con los mayores requisitos de capital es limitada, dado el relativamente alto nivel de competencia en el mercado de crédito, aunque depende de la existencia de alternativas al crédito no bancario, que en la economía española no son muy abundantes.

En el contexto europeo, según el último informe de noviembre de 2015 de la European Banking Authority (EBA, 2015) la banca española presenta una situación

más bien discreta. Tiene unas ratios de capital CET1 del 12%, similar al promedio de la UE (23). Sin embargo la ratio de préstamos de dudoso cobro es 7,1%, superior al promedio de la UE (5,6%) y la exposición de la banca española a la deuda soberana local (española) es del 82%, muy superior al promedio de la UE (51%). Esta exposición se refiere al porcentaje de la deuda pública española que, estando en el balance de los bancos (un 31% de la deuda total en circulación), se concentra en el balance de los bancos locales. En el lado más positivo, la rentabilidad promedio de la banca española (RORC, *return on regulatory capital*) es del 12,8%, superior al promedio de la UE (9,1%), y algo superior al coste del de capital sostenible a largo plazo, que se estima en un 10-12%. La ratio de eficiencia (costes sobre ingresos) es del 47%, por debajo de la media europea (60%).

Un punto crucial es cómo se ha llevado a cabo la mejora en las ratios de capital en España. En 2013 la ratio CET1 promedio era de 10,4% y en 2015 es 12,2%, (EBA, 2015). Esta mejora de 1,8 puntos porcentuales se debe fundamentalmente al aumento de capital mediante retención de beneficios y otras reservas (2,3%), aunque hay un efecto de menor magnitud debido a la disminución en los activos ponderados por riesgo (0,4%). Como señala Martynova (2015), el impacto de la regulación depende de la forma en que los bancos respondan a la misma. Si el regulador impone un incremento de las ratios de capital, los bancos pueden (i) reducir el volumen de préstamos, bien directamente y/o no renovando los que vencen, bien vía incremento de tipos de interés; (ii) reducir el riesgo de los préstamos, prestando solamente a prestatarios muy solventes; (iii) aumentar el capital propio, emitiendo nuevas acciones, y (iv) aumentar las reservas mediante retención de beneficios (24). Cada una de estas opciones puede afectar de forma diferente al crecimiento económico. Es importante señalar que las dos primeras opciones le afectarán negativamente, mientras que las dos últimas afectarán a la rentabilidad recibida por los accionistas del banco, pero apenas tendrán impacto sobre la macroeconomía en su conjunto. Dado que en el caso español la opción elegida por los bancos ha sido, en gran medida, (iv), esto sugiere que el impacto macroeconómico de la nueva regulación bancaria no es fácil que sea muy significativo. Los datos indican (BBVA, 2015)

que el *stock* de crédito ha disminuido en un 25% desde finales de 2008 y que los activos totales del sector bancario han disminuido en un 12% durante la crisis. Un problema adicional es cómo separar el impacto de la crisis del impacto de la nueva regulación. Por otra parte, los factores detrás de disminución del volumen de crédito pueden ser de restricción de oferta o, por el contrario, de ausencia de una demanda solvente. Son necesarios muchos más estudios para poder determinar con claridad cuáles son los elementos determinantes del volumen de crédito en nuestra economía. Aunque el proceso de adaptación a Basilea III no se ha completado todavía, la mayoría de los bancos españoles ha realizado ya gran parte del ajuste y lo han hecho a través de la acumulación de reservas (retención de beneficios), reduciendo el pago de dividendos e incrementando moderadamente su margen de intermediación. Una parte significativa de los beneficios se están generando con comisiones y con operaciones extraordinarias. Sin embargo, no parece que la reducción de gastos haya ocupado un papel relevante. Por otra parte, es posible que los costes de cumplimiento de las nuevas normativas hayan contribuido a la disminución de la rentabilidad de esta industria.

#### 4. Conclusiones

La ratio de capital sobre activos ponderados por riesgo ha sido, en gran medida, el factor clave para los sucesivos acuerdos de Basilea. La experiencia sugiere que este factor no ha sido adecuado para dotar al sistema de la estabilidad deseable (25) y además no se ha encontrado una relación sólida entre las ratios de capital y el nivel de riesgo de los bancos. Demirgüç-Kunt y Detragiache (2011) no encuentran una relación consistente entre los elementos básicos de la regulación de Basilea y el nivel de riesgo de los bancos. Tampoco encuentran relación entre esos elementos y el nivel de riesgo sistémico (26). Sin embargo, si se utilizan medidas simples de apalancamiento (v.g., ratio de capital propio sobre activos totales), Baker y Wurgler (2013) muestran que los bancos con un menor nivel de apalancamiento tienen un menor nivel de riesgos sistemático e idiosincrático, mientras que Mayordomo, Rodríguez-Moreno y Peña (2014) documentan que cuanto mayor es el capital propio (acciones comunes y beneficios retenidos)

del banco con respecto a activos totales, menor es su contribución al riesgo sistémico. Dado que la industria bancaria tiene muchas de las características de los sistemas dinámicos complejos (27) y que, para regular ese tipo de sistemas es aconsejable que los supervisores utilicen medidas simples, que la regulación impulse las estrategias *minimax* (que minimicen el riesgo de cola) y, si es necesario, que se realicen cambios estructurales en el sistema, se han propuesto varias alternativas para la regulación en trabajos como Tarullo (2008), Dewatripoint, Rochet y Tirole (2010), Hellwig (2010), Admati y Hellwig (2014) y otros. En lo referente a los cambios estructurales, hay un acuerdo generalizado en proponer la eliminación de los beneficios fiscales de la deuda, que es uno de los factores que favorecen el excesivo apalancamiento de los bancos. Otro cambio estructural importante es calcular de forma más correcta las contribuciones de los bancos al fondo de garantía de depósitos (28). En lo referente a los instrumentos regulatorios, estos deberán basarse en medidas simples y fáciles de comprobar, en lugar de una ratio de capital complejo y opaco. Las medidas simples deberían reflejar al menos seis aspectos de los riesgos bancarios: (i) medidas directas de apalancamiento, (ii) medidas de riesgo de liquidez, (iii) medidas del riesgo de grandes pérdidas (riesgo de cola), (iv) medidas de correlación de resultados con la actividad agregada, (v) medidas de exposición bilateral a otras instituciones financieras y (vi) una ratio de capital sobre ingresos para tener en cuenta las actividades fuera de balance. Pensamos que este enfoque de indicadores simples tiene una doble ventaja. Por un lado, los costes de implementación para las entidades no parecen elevados y, por otro, indicadores simples y transparentes facilitan la labor de monitorización y seguimiento por parte del supervisor. El que las decisiones prudenciales (v.g. intervención de un banco) se basen en medidas claras, verificables y fácilmente replicables (por ejemplo por una comisión parlamentaria de control) tiene, además, la ventaja de que minimiza los riesgos de acciones legales por parte de los agentes implicados en procesos de este tipo.

Hay que indicar, no obstante, que una regulación estricta incrementa los incentivos para migrar actividades desde el sector bancario regulado al sector bancario en la sombra (*shadow banking*). Aunque hay propuestas para ampliar el ámbito de la regulación al sector en

la sombra, la experiencia sugiere que los recursos de los reguladores y supervisores son limitados y apenas han sido capaces de monitorizar adecuadamente el sector regulado, como se ha visto en la última crisis. Por ello, una opción que nos parece más realista es que los supervisores se contenten con vigilar estrechamente la exposición del sector regulado al sector en la sombra (muy especialmente en fases de expansión económica durante las cuales las fuentes *normales* de las que los bancos obtienen financiación no son suficientes, Adrian y Shin, 2009), pero sin pretender ampliar el ámbito de su jurisdicción.

### NOTAS

- (1) Las razones para la regulación prudencial de los bancos se exponen en Dewatripont and Tirole (1994). Los modelos económicos que tienen en cuenta las características especiales de los bancos se presentan entre otros, en Freixas y Rochet (2008) y Matthews y Thompson (2008).
- (2) Reinhart y Rogoff (2009)
- (3) Haldane (2010) presenta diversas estimaciones de los costes sociales de la última crisis.
- (4) En el caso europeo, entre los años 2008 y 2012 los gobiernos de la Unión Europea (EU) emplearon 1,5 trillones de euros para evitar el colapso del sistema bancario; esta cantidad equivale a más del 12% del PNB de la EU en 2012. La crisis fue acompañada de un considerable aumento en el desempleo y también se incrementó de forma significativa la pobreza y la desigualdad en la EU. Por ejemplo, el desempleo en la EU aumento en diez millones de personas desde 2007 hasta 2013. (EC, 2014).
- (5) Para una panorámica de las estrategias de los bancos antes de la crisis, que se centran, en gran parte, en generar riesgo de cola y evitar control regulatorio véase por ejemplo Haldane (2009a).
- (6) Hay abundante literatura sobre los factores que ocasionaron la crisis, véase por ejemplo Dewatripont, Rochet y Tirole (2010), French y cols. (2010), y Turner y cols. (2010).
- (7) Blundell-Wignall y Atkinson (2008) dan estimaciones de las reducciones de capital de los bancos al adoptar Basilea II. El comité de Basilea encontró (Basel Committee, 2009) que justo antes de la crisis que comienza en julio de 2007, la práctica totalidad de los grandes bancos estaban autorizados a tener un porcentaje de capital propio del 2% sobre activos ponderados por riesgo.
- (8) Otro factor adicional podría estar relacionado con el *exceso de competencia* en el sector bancario, que impulsa a una toma excesiva de riesgos. Por otra parte, la evidencia empírica sugiere que cuanto mayor es el nivel de competencia en el sector bancario, más rápido crecen las empresas que dependen de la financiación bancaria (Claessens and Laeven, 2005).
- (9) En la misma línea van las recomendaciones de la comisión de expertos del sector financiero suizo (Swiss Expert Commission, 2010) que recomienda para los bancos grandes, entre otras cosas, una ratio mínimo de capital sobre activos ponderados por riesgo del 19%.
- (10) <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/07/30/the-cost-of-new-banking-regulation-70-2-billion/>
- (11) <http://www.abbl.lu/en/blog/article/2014/10/cost-of-regulation-and-its-impact-on-the-luxembourg-financial-marketplace>
- (12) [www.bankofengland.co.uk/.../2015/q3prerelease\\_1.p](http://www.bankofengland.co.uk/.../2015/q3prerelease_1.p)
- (13) Otros estudios, usando modelos de equilibrio general para la economía mundial, como el GTAP (<https://www.gtap.agecon.purdue.edu/models/current.asp>), han tratado de evaluar el impacto de la regulación *excesiva* asumiendo que esta implica un mayor coste de los servicios financieros y un mayor coste de capital para las empresas, que dan como resultado una reducción de la inversión y del *stock* de capital y por tanto de la capacidad productiva global. Sin embargo no se incluyen en el análisis los posibles efectos positivos de la regulación, ni se define con claridad qué es una regulación *excesiva*. Un ejemplo de este tipo de estudio es Jomini (2011).
- (14) Por ejemplo, Francis y Osborne (2009), usando datos de bancos británicos, encuentran que un incremento en los requisitos de capital ocasiona una disminución del volumen de préstamos durante cuatro años. Bridges y cols. (2014), también usando datos de bancos británicos, reportan que el volumen de préstamos puede disminuir transitoriamente y de forma diferente según el sector de la economía y además determinados bancos pueden aumentar su volumen de préstamos, según su nivel de capitalización. Los efectos transitorios desaparecen a los tres años.
- (15) Solo aparecen efectos negativos del nivel de capital sobre los préstamos cuando la ratio entre capital y activos supera el 35%.
- (16) Hay bastante controversia en las estimaciones de los efectos transitorios de la regulación. Esta es una de las razones por la cual las nuevas regulaciones se están introduciendo paulatinamente.
- (17) El IIF es una entidad patrocinada por la industria financiera.
- (18) Específicamente los mayores requerimientos de capital CET1, ratios de liquidez y cargas adicionales a las instituciones sistémicas (SIFI), la regla Volcker, así como el incremento de diversos impuestos y tasas. No se considera el efecto de la ratio de apalancamiento, ni de la necesidad de operar con derivados a través de una contraparte central.
- (19) IFF(2011) considera tres escenarios, *central*, y dos más extremos (*benigno* y *ajuste rápido*) que reflejan las condiciones de financiación de los bancos. Los datos que reportamos corresponden al escenario *central*.
- (20) El informe asume que el ajuste se materializará, en su mayor parte, vía precio del crédito y no vía cantidades prestadas.

- (21) IMF (2012), BCBS (2010), MAG (2010), Slovik, P., y B. Cour-nède (2011, OECD).
- (22) Los resultados son muy diferentes para las cajas, que se ajustan mucho más lentamente (entre 5 y 10 años), básicamente mediante retención de beneficios y no incrementan sus tipos de interés.
- (23) Informe EBA, noviembre 2015. El informe no incluye bancos griegos.
- (24) Dado que  $\text{Renta Neta} - \text{Dividendos} = \text{Beneficios retenidos}$ , hay varias alternativas para ejercer esta opción. La primera es reducir el pago de dividendos. La segunda es aumentar la renta neta. Esto puede hacerse (i) incrementando el margen de intermediación (dependiendo del nivel de competitividad en la industria y de las alternativas de financiación disponibles) (ii) aumentar los ingresos por comisiones, custodia, etc., y (iii) reducir gastos generales. Esta política de usar los beneficios retenidos como fuente principal de nuevo capital está en concordancia con los resultados de Cohen (2013) que indican que la retención de beneficios es la principal responsable de los incrementos en las ratios de capital de una amplia muestra internacional de bancos en el periodo 2009-2012, seguido por las ampliaciones de capital, y pérdidas y ganancias en activos fijos, mientras que la reducción del riesgo de los préstamos ocupa un lugar secundario. Los beneficios se han visto favorecidos por incrementos moderados en los tipos de interés de los préstamos, del orden de 11 p.b. por cada incremento porcentual en la ratio de capital, lo cual está en la banda de las estimaciones disponibles. Por otra parte, no hay evidencia de que los bancos hayan disminuido su volumen de préstamos, aunque el crecimiento del crédito ha sido más lento en los países desarrollados en Europa.
- (25) Tarullo (2008) sugiere que el paradigma de Basilea II (y Basilea III) para el cálculo de las ratios de capital, basado en los *ratings* internos elaborados por los bancos (A-IRB) da como resultado un proceso muy complicado y opaco (excepto quizá para un pequeño grupo en los bancos y agencias reguladoras) que, sin embargo, no es capaz de tener en cuenta con precisión la sensibilidad a los riesgos.
- (26) Barth, Caprio y Levine (2004) tampoco encuentran una conexión robusta entre el nivel de requerimientos de capital y las crisis bancarias.
- (27) Véase, entre otros, Haldane (2009b). La idea es regular la estructura del sistema, no el comportamiento de los agentes, Kay (2009).
- (28) Demirgüç-Kunt, Kane y Laeven (2008) encuentran que las primas del seguro de garantía de depósitos son demasiado bajas en la mayoría de los países.
- Adrian, T. y H. S. Shin (2009), «The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation», *Banque de France Financial Stability Review*, 13:1-10.
- Baker, M. P. y J. Wurgler, (2013), «Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Banking Regulation and the Low Risk Anomaly (April 18, 2013)». NYU *Working Paper* No. FIN-13-003. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2234557>
- Barth, J. R.; G. Caprio Jr. y R. Levine (2004), «Banking regulation and supervision: what works best?», *Journal of Financial Intermediation*, 13, 205-248.
- Barth, J.; G. Caprio y R. Levine (2012), «Guardians of Finance», MIT Press.
- BBVA (2015), «Banking Outlook», septiembre 2015, BBVA Research.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2009), *Strengthening the resilience of the banking sector*, Bank for International Settlements, [www.bis.org/publ/bcbs164.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2010), «An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements», (Basel: Bank of International Settlements).
- Blundell-Wignall, A. y P. Atkinson (2008), «The Sub-prime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform», Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/publications/conf/2008/blundell-wignall-atkinson.html>
- Bridges, J.; D. Gregory; M. Nielsen; S. Pezzini; A. Radia y M. Spaltro (2014), «The impact of capital requirements on bank lending», *Bank of England Working Paper*, No. 486.
- Buch, C. M. y E. Prieto (2014), «Do better capitalized banks lend less? Long-run panel evidence from Germany», *International Finance*, 17, 1-23.
- Claessens, S. y Laeven, L. (2005), «Financial dependence, banking sector competition, and economic growth», *Journal of the European Economic Association*, 3:179-207.
- Coase, R. (1990), «The firm, the market and the law», University of Chicago Press.
- Cohen, B. H. (2013), «How have banks adjusted to higher capital requirements?», *BIS Quarterly Review*, 9/2013, 25-41.
- De Haan, Jakob y Jeroen Klomp (2012), «Banking risk and regulation: Does one size fit all?», *Journal of Banking and Finance*, 36, 3197-3212.
- Demirgüç-Kunt, A. y E. Detragiache (2011), «Basel core principles and bank soundness: Does compliance matter?», *Journal of Financial Stability*, 7, 179-190.
- Demirgüç-Kunt, A.; E. Kane y L. Laeven (2008), «Deposit Insurance around the World», MIT Press.
- Dewatripont, M. y J. Tirole (1994), «The prudential regulation of banks», Cambridge, MA. MIT Press.
- Dewatripont, M.; J.-C. Rochet y J. Tirole (2010), «Balancing the Banks: Global lessons from the Financial Crisis», Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2015), «The Irish Crisis and the EU from a Distance», Mimeo, University of California, Berkeley.

## BIBLIOGRAFÍA

Admati, A. y M. Hellwig (2014), «The bankers' new clothes. What's Wrong with Banking and What to Do about It», Princeton University Press.

- EBA (2015), «Report 2015 EU-wide transparency exercise», EBA.
- European Commission (EC) (2014), «Economic Review of the Financial Regulation Agenda», COM(2014) 279 final.
- Francis, W. y M. Osborne (2009), «Bank regulation, capital and credit supply: Measuring the impact of Prudential Standards. Financial Services Authority», *Occasional Paper Series*, 36, London.
- French, K. R.; M. N. Baily; J. Y. Campbell; J. H. Cochrane; D. W. Diamond; D. Duffie; A. K. Kashyap; F. S. Mishkin; R. G. Rajan; D. S. Scharfstein; R. J. Shiller; H. S. Shin; M. J. Slaughter; J. C. Stein y R. M. Stulz (2010), «The Squam Lake Report: Fixing the Financial System», Princeton University Press.
- Freixas, X. y J. C. Rochet (2008), «Microeconomics of Banking», MIT Press.
- Frohn, B. (2015), «Securitization: form Wanted to Wanted», en *31 claves para la gestión de riesgos*, Colegio de Economistas de Madrid.
- Fuentes, I. (2015), «Spanish credit market activity and structure, 2004-2015», *Banco de España Economic Bulletin*, September 2015.
- Goodhart, C. (2011), «The Basel Committee on Banking Supervision. A History of the Early Years 1974-1997», Cambridge, Cambridge University Press.
- Haldane, A. G. (2009a), «Banking on the State», *BIS Review*, 139, 1-20.
- Haldane, A. G. (2009b), «Rethinking the financial network», *BIS Review*, 53, 1-26.
- Haldane, A. G. (2010), «The \$100 billion question», *BIS Review*, 40, 1-19.
- Hellwig, M. (2010), «Capital regulation after the crisis: Business as Usual?. Max Planck Institute for Collective Goods», Preprint 2010/31.
- Honohan, P. (2015), «Major banking decisions in Ireland during the financial Crisis. Introductory statement by Mr. Patrick Honohan, Governor of the Central Bank of Ireland, to the Oireachtas (National Parliament) Banking Inquiry», Dublin, 25 June 2015.
- Independent Commission on Banking (2011), «Final Report», <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20131003105424/https://hmt-sanctions.s3.amazonaws.com/ICB%20final%20report/ICB%2520Final%2520Report%5B1%5D.pdf>
- Institute of International Finance (2011), «The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework», Washington.
- IMF (2012), «Assessing the Cost of Financial Regulation», WP/12/233.
- Jomini, P. (2011), «Effects of inappropriate financial regulation. Sciences Po. Groupe d'Economie Mondiale», Policy brief, March 2011.
- Kashyap A. K.; J. C. Stein y S. Hanson (2010), «An Analysis of the Impact of "Substantially Heightened" Capital Requirements on Large Financial Institutions», WP. Harvard University.
- Kay, J. (2009), «Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation», Centre for the Study of Financial Innovation.
- Keys, B.J.; T. Mukherjee; A. Seru y V. Vig, (2010), «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans», *The Quarterly Journal of Economics*, 125 (1): 307-362. doi: 10.1162/qjec.2010.125.1.307
- Le Leslé, V. y Avramova, S. (2012), «Revisiting risk-weighted assets», *IMF Working Paper*, 12/90.
- Macroeconomic Assessment Group (MAG, 2010), «Assessing the Macro-Economic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements», (Basel: Bank of International Settlements).
- Martínez-Miera, D. y J. Suárez (2014), «Banks' endogenous systemic risk taking», Mimeo.
- Martín-Oliver, A.; S. Ruano y V. Salas-Fumás (2013), «Banks' equity capital frictions, capital ratios and interest rates: Evidence from Spanish Banks», *International Journal of Central Banking*, 9(1), 183-225.
- Martynova, N. (2015), «Effect of bank capital requirements on economic growth: a survey», *DNB Working Paper*, núm. 467.
- Matthews, K. y J. Thompson (2008), «The Economics of Banking», Wiley.
- Mayordomo, S.; Rodríguez-Moreno, M. y Peña, J. I. (2014), «Derivatives Holdings and Systemic Risk in the U.S. Banking Sector», *Journal of Banking and Finance*, 45, 84-104.
- Miles, D.; J. Yang y G. Marcheggiano (2012), «Optimal Bank Capital», *The Economic Journal*, 123, 1-37.
- Reinhart, C. y K. Rogoff (2009), «This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly», Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. y K. S. Rogoff (2014), *Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes*, *American Economic Review Papers and Proceedings*, May 2014. 1-10.
- Rochet, J. C. (2014), «The Extra Cost of Swiss Banking Regulation», Swiss Finance Institute.
- Slovik, P. y B. Cournède (2011), «Macroeconomic Impact of Basel III», OECD, *Economics Department Working Papers*, 844 (Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development).
- Swiss Expert Commission (2010.) Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies. <https://www.sif.admin.ch/dam/.../101004-SB-TBTF-EN-FINAL.pdf>
- Tarullo, D. K. (2008), «Banking on Basel. The Future of International Financial Regulation», Peterson Institute of International Economics.
- Turner, A.; A. Haldane; P. Woolley; S. Wadhvani; C. Goodhart; A. Smithers; A. Large; J. Kay; M. Wolf; P. Boone; S. Johnson y R. Layard (2010), *The Future of Finance: The LSE Report*, LSE Press.
- Veltrop, D. y J. de Haan (2014), «I just cannot get you out of my head: Regulatory capture of financial sector supervisors», *DNB Working Paper*, núm. 410 / January 2014.
- Zurita, J. (2014), «Análisis de la concentración y competencia en el sector bancario», *Working Paper*, núm. 14/23, BBVA.



# 31 CLAVES PARA LA GESTIÓN DE RIESGOS EN ENTIDADES BANCARIAS

Nuevos riesgos, nuevos retos

## Í N D I C E

### PRESENTACIÓN

*Jose M<sup>a</sup> Espí,  
Coordinador del libro y miembro del Consejo  
de Redacción de la revista "Economistas"*

### INTRODUCCIÓN

*Luis M. Linde,  
Gobernador del Banco de España*

### MARCO DE ACTUACIÓN

#### Lo macroprudencial y su relación con otras políticas

*Jaime Caruana, Director General y  
Benjamín H. Cohen, Asesor Especial,  
Banco de Pagos Internacionales*

#### Risk and risk management in U.S. banks: a supervisory perspective

*Thomas J. Curry, U.S. Comptroller  
of the Currency*

#### Cambios en los sistemas de supervisión y resolución bancaria en la zona del Euro

*Fernando Restoy, Subgobernador del  
Banco de España*

#### Corporate governance and risk management: the SSM approach

*Margarita Delgado, Deputy Director  
General, Single Supervisory Mechanism,  
European Central Bank*

#### La regulación bancaria: nuevos retos

*José M<sup>a</sup> Roldán, Presidente de la Asociación  
Española de Banca*

#### Corporate governance para la gestión y control del riesgo

*Matías Rodríguez Inciarte, Vicepresidente  
Ejecutivo, Banco Santander*

### LA GESTIÓN DEL RIESGO

#### El riesgo reputacional de la banca: algunas reflexiones

*Juan José Toribio, Profesor Emérito del IESE*

#### La gestión integral del riesgo en el negocio bancario

*José M<sup>a</sup> Espí, Director General y Javier Torres,  
Subdirector General Adjunto, Banco Santander*

#### La gestión del riesgo en microfinanzas: una alternativa ética

*Manuel Méndez del Río Piovich, Presidente  
de la Fundación Microfinanzas BBVA*

#### Las pruebas de estrés en la supervisión y gestión de la banca

*Miguel Yagüe, Partner, Finance and Risk,  
Oliver Wyman*

#### La medición de los requerimientos de capital en el nuevo entorno regulatorio.

##### Entre armonización y evolución

*Marco Vettori, Expert Associate Principal y María  
del Mar Martínez, Partner, McKinsey & Co.*

#### Risk appetite

*Patricia Jackson, Head of Financial Regulation, EY*

#### Gestión del riesgo de crédito: el caso de las PYMES

*Antonio Ríos, Director de Riesgos Minoristas, Bankia*

#### Experiencias internacionales para favorecer el crédito a las PYMES

*Ángel Rivera, Director General, Banco Santander*

#### El riesgo de mercado de la cartera de negociación: más allá del VaR

*Prosper Lamothe, Catedrático de Economía  
Financiera, Universidad Autónoma de Madrid y  
Miguel Ángel Iglesias, Profesor de Finanzas, CUNEF*

#### El riesgo de liquidez en la banca: evolución de los criterios de gestión y retos pendientes

*Giuseppe Niolu, Partner, Liquidity  
Risk Management Solutions y  
Francisco Pérez Bermejo, Partner,  
FRM Risk Consulting, KPMG*

#### El tratamiento del riesgo operacional en el negocio bancario

*Manuel Castro Aladro, Chief Risk Officer, BBVA*

#### Consumer responsibilities and the FCA's use of behavioural economics

*Eric Leenders, Executive Director, Retail and  
Private Banking, British Bankers Association*

#### Relación entre riesgo bancario y riesgo soberano

*Álvaro Benzo, Partner Financial Regulation  
Unit, PwC*

#### Securitization: from WANTED to wanted

*Barbara Frohn, Senior Advisor,  
Institute of International Finance*

#### La banca en la sombra: caminando hacia la luz

*Alicia Sanchis, Public Policy Senior Manager,  
Banco Santander, José Manuel Marqués,  
Jefe de División DGA, Banco de España,  
Jose M<sup>a</sup> Serena, Economista titulado,  
Banco de España y Javier del Campo,  
Analista, Banco Santander*

#### Crecimiento rentable en el nuevo entorno: transformación del negocio bancario

*Pedro Rapallo, Partner & Managing Director,  
Boston Consulting Group*

### ANEXO

*Breve curriculum vitae de los autores*

El libro, de 596 páginas, editado por el Colegio de Economistas de Madrid y coordinado por José M<sup>a</sup> Espí (Director General del Banco Santander), recoge los trabajos de 31 expertos profesionales en riesgo bancario.

Los colegiados que deseen adquirir este libro, (P.V.P. 23 €) podrán hacerlo, directamente en el Colegio al **precio especial de 13€, IVA incluido**, o enviando un e-mail (cem@cemad.es) indicando nombre y dirección postal donde enviar el libro y realizando una transferencia al Colegio (ES68 0049 4695 88 2610029219) por importe de 20€ (13€ + 7€ gastos de envío).



## SECTOR PÚBLICO

**Coordinador**

**José M<sup>a</sup> Espí**

*Departamento de Hacienda y  
Economía Pública, UAM*

# EL IMPRESCINDIBLE RESCATE DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA

**Victorio Valle**

*Funcas y UNED*

**Reyes Navarro**

*UNED*

## RESUMEN

Este artículo repasa el comportamiento del sector público español en 2015 y analiza en qué medida ese comportamiento ha sido el adecuado desde el punto de vista de las necesidades de la economía.

El intenso crecimiento económico registrado en 2015 centra el campo problemático de la política económica en cómo consolidar esa favorable evolución en los próximos años. De este planteamiento se derivan exigencias a corto y largo plazo para la política presupuestaria tanto para contribuir al equilibrio de la demanda agregada como para impulsar el proceso de crecimiento del potencial productivo.

## PALABRAS CLAVE

Cuenta de las administraciones públicas, Déficit, Saldo cíclico, Saldo estructural, Deuda pública, PIB potencial, Productividad total de los factores, Capital humano, Capital tecnológico, NAIRU.

## 1. Introducción

El objeto central de este artículo es el estudio del comportamiento del sector de las administraciones públicas españolas en 2015, a partir de los datos y estimaciones disponibles más fiables y analizar la adecuación de ese comportamiento a las necesidades de la economía española.

Conforme al criterio establecido por el hacendista británico Alan Prest, en la aproximación científica a cualquier problema económico, el primer paso debe ser la *descripción* de los hechos que se quieren analizar. Empecemos, pues, ofreciendo la estimación (según Funcas) de las principales magnitudes presupuestarias al término de 2015; que se recogen en el cuadro 1.

A partir de estas cifras podemos realizar una breve comparación entre el comportamiento de las administraciones públicas para 2015 respecto a 2014.

1. A grandes rasgos, la liquidación del presupuesto de 2015 es muy similar a la de 2014. Los ingresos no financieros han supuesto el 38,47% del PIB, en su ma-

yoría debido a los ingresos tributarios. Los gastos públicos se han reducido 0,98 puntos de PIB, situándose en el 43,49% del PIB. El déficit público, sin ayudas a instituciones financieras, se ha reducido en 0,77 puntos, situándose en el 5,01% del PIB (-5,78% en 2014). En términos comparativos con la media del área del euro, el gasto público global en España es 5,4 puntos de PIB menor en España que en el área del euro y los ingresos públicos suponen en España 8,1 puntos menos que la media. Por último, mejora el desahorro bruto en 0,81 puntos.

2. Respecto a los ingresos tributarios, se mantienen principalmente por la recaudación del IVA, dado que la recaudación por el impuesto sobre la renta, los impuestos especiales, las cuotas sociales y el IBI, bien se han mantenido o bien han reducido su aportación.

3. Los empleos no financieros, como hemos comentado, se han reducido tan solo un punto porcentual del PIB teniendo en cuenta que más de la mitad del mismo es nómina y prestaciones sociales.

**Cuadro 1****Cuenta de las Administraciones Públicas, 02-12-2015**

Base 2010, porcentaje del PIB

	2013 (p)	2014 (p)	2015 (f)
<b>1. Total recursos no financieros</b>	<b>38,22</b>	<b>38,58</b>	<b>38,47</b>
– Ingresos tributarios	32,85	33,45	33,47
<b>1.1. Recursos corrientes</b>	<b>37,85</b>	<b>38,01</b>	<b>37,79</b>
1.1.1. Impuestos producción e importación	11,15	11,46	11,69
– IVA	6,02	6,21	6,39
– Trans. patrimoniales y actos jurídicos docum.	0,55	0,57	0,59
– Impuestos especiales de fabricación	2,16	2,15	2,11
– Impuestos sobre bienes inmuebles	1,16	1,19	1,19
– Otros	1,27	1,34	1,42
1.1.2. Impuestos renta y patrimonio	10,18	10,12	10,04
1.1.3. Cotizaciones sociales efectivas	11,65	11,73	11,54
1.1.4. Otros ingresos corrientes	4,87	4,70	4,52
<b>1.2. Recursos de capital (a)</b>	<b>0,37</b>	<b>0,57</b>	<b>0,68</b>
<b>2. Total empleos no financieros</b>	<b>45,13</b>	<b>44,47</b>	<b>43,49</b>
<b>2.1. Empleos corrientes</b>	<b>41,88</b>	<b>41,55</b>	<b>40,51</b>
2.1.1. Remuneración de asalariados	11,12	11,04	10,99
2.1.2. Consumos intermedios e impuestos producción	5,37	5,32	5,24
2.1.3. Intereses y otras rentas propiedad	3,36	3,39	3,17
2.1.4. Prestaciones sociales	16,54	16,39	15,79
2.1.5. Transferencias sociales en especie	2,73	2,70	2,61
2.1.6. Otras transferencias corrientes	2,75	2,71	2,71
<b>2.2. Empleos de capital</b>	<b>3,25</b>	<b>2,92</b>	<b>2,97</b>
2.2.1. Formación bruta de capital (b)	2,26	2,16	2,22
2.2.2. Transferencias de capital	0,98	0,76	0,75
<b>3. CAP. (+) o NEC. (–) Financ. (1-2) sin ayudas a inst. financ.</b>	<b>–6,43</b>	<b>–5,78</b>	<b>–5,01</b>
4. Déficit/superávit primario (3-2.1.3)	–3,07	–2,38	–1,84
5. Ayudas a instituciones financieras	–0,47	–0,11	–0,01
<b>6. CAP. (+) O NEC. (–) Financ. (1-2)</b>	<b>–6,90</b>	<b>–5,89</b>	<b>–5,02</b>
7. Déficit primario con ayudas a instituciones financ. (4+5)	–3,55	–2,50	–1,85
<b>8. Ahorro bruto</b>	<b>–4,03</b>	<b>–3,53</b>	<b>–2,72</b>
9. Adquisiciones netas de activos financieros (BdE-CF)	5,93	4,25	1,86
<b>10. Necesidad de endeudamiento (–6+9)</b>	<b>–12,84</b>	<b>–10,14</b>	<b>–6,87</b>
<b>11. Deuda bruta</b>	<b>93,68</b>	<b>99,29</b>	<b>99,69</b>

(a) Incluye el ajuste por recaudación incierta.

(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos (terrenos).

(f) Previsión.

(p) Provisional.

Fuente: INE, IGAE y FUNCAS.

4. Mantenimiento del nivel de la deuda pública en torno al 100% del PIB, pese a la reducción del 56% de la adquisición neta de activos financieros (gráfico 1).

Como podemos observar en el gráfico 2, el tipo de interés medio de la deuda pública en España ha bajado del 5,7% en 2001 al 3,16% en diciembre de 2015. Hasta ahora, el coste medio más bajo estaba en enero de 2010 cuando la deuda española en circulación tenía un interés medio del 3,49%. La mejora de los mercados ha logrado que el coste medio de la deuda

emitida por el Tesoro español se coloque en el nivel más bajo en casi ciento cincuenta años.

5. El cuadro 2 destaca el peso relativo de cada subsector público en el endeudamiento (el mayor es la Administración Central) y la preferencia por la deuda y créditos a largo plazo.

Por otra parte, el gráfico 3 ofrece el panorama de endeudamiento de las comunidades autónomas, destacando por el mayor peso relativo Valencia, Cataluña y Castilla-La Mancha.

## Cuadro 2 Deuda pública en España

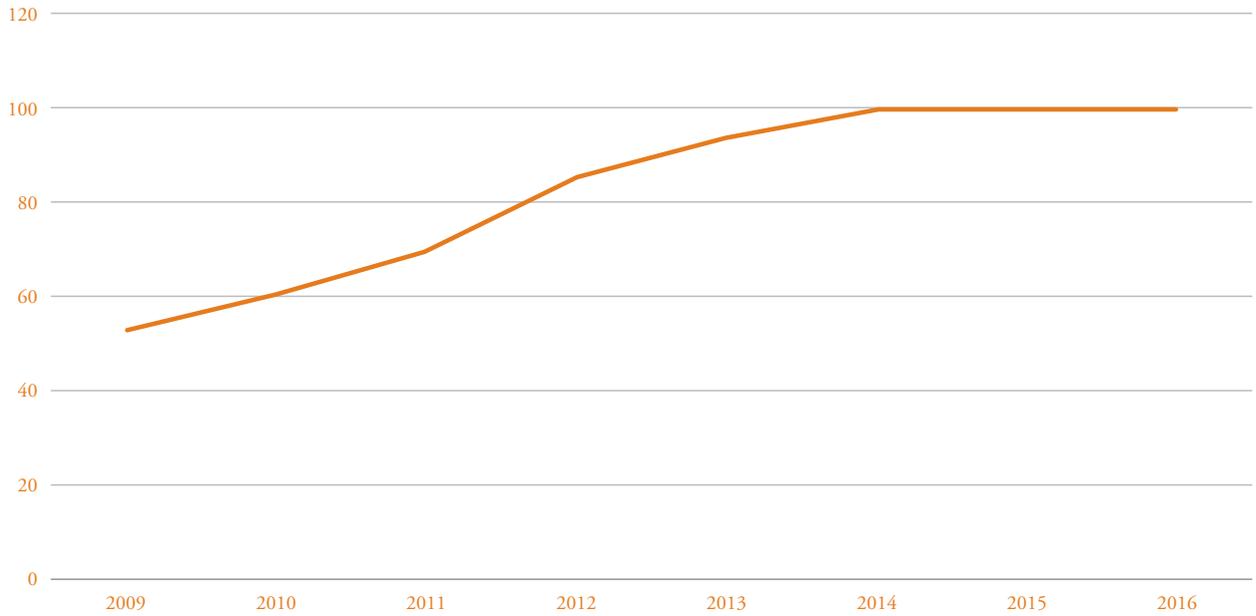
Datos en porcentaje del PIB

	2011	2012	2013	2014	2015 (*)
<b>Detalle por emisores</b>					
1. Administraciones Públicas (1=2+3+4+5-6)	69,16	85,41	93,67	99,29	99,14
2. Administración Central	58,06	73,05	81,25	86,03	87,19
3. Comunidades autónomas	13,49	18,07	20,34	22,75	23,60
4. Corporaciones locales	3,42	4,22	4,08	3,68	3,43
5. Administración de la Seguridad Social	1,60	1,65	1,67	1,65	1,60
6. Consolidación entre distintos subsectores de las AA.PP.	-7,42	-11,58	-13,67	-14,82	-16,68
<b>Detalle por instrumentos</b>					
Efectivo y depósitos	0,34	0,35	0,36	0,37	0,37
Valores (letras y bonos)	56,80	64,23	74,25	79,25	80,65
Corto plazo (Letras del Tesoro)	6,90	5,81	7,66	7,45	7,41
Largo plazo (Bonos del Tesoro)	49,90	58,43	66,59	71,80	73,24
Préstamos (Deuda no negociable)	12,01	20,82	19,06	19,66	18,11
Corto plazo	1,42	1,45	1,17	1,12	1,26
Largo plazo	10,60	19,37	17,89	18,55	16,85
<b>Detalle por plazo</b>					
Efectivo y depósito	0,34	0,35	0,36	0,37	0,37
Corto plazo	8,32	7,26	8,83	8,57	8,67
Largo plazo	60,50	77,80	84,49	90,35	90,09
<b>Detalle por tenedores</b>					
Residentes	44,26	53,44	57,19	58,36	—
No residentes	24,90	31,97	36,48	40,93	—

(\*) Hasta el tercer trimestre.

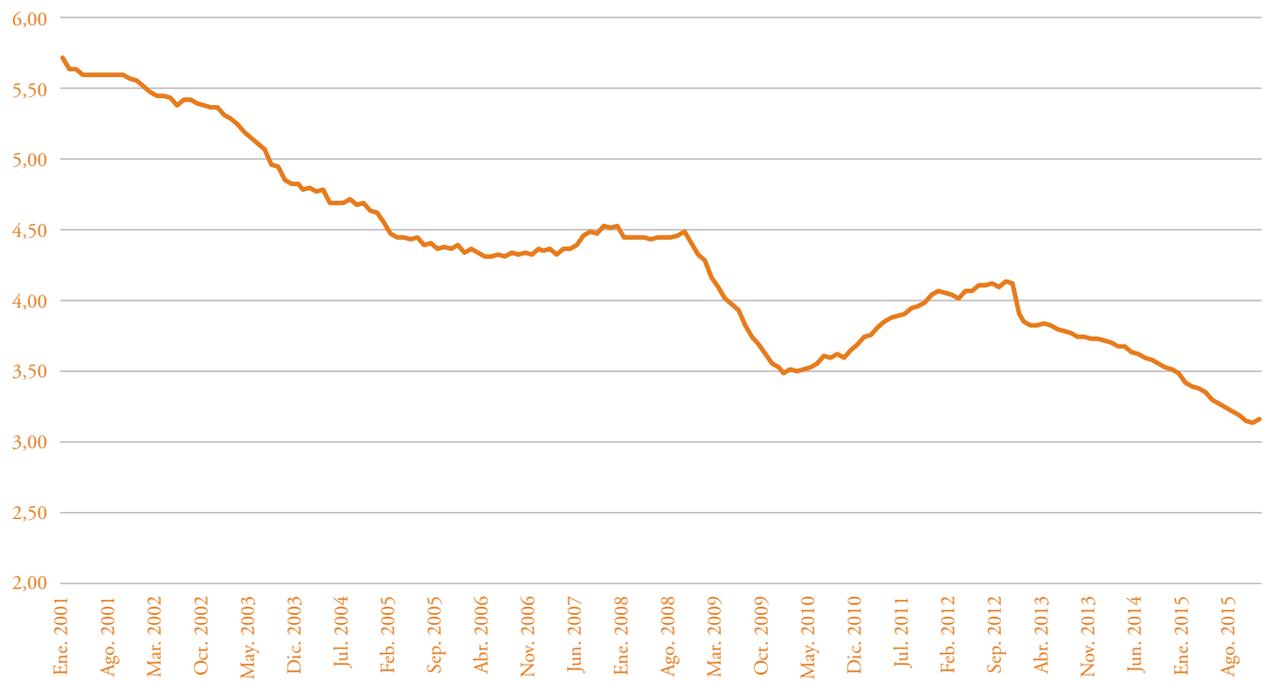
Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, dic. 2015.

**Gráfico 1**  
**Deuda pública en España**  
 Datos en porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, dic. 2015.

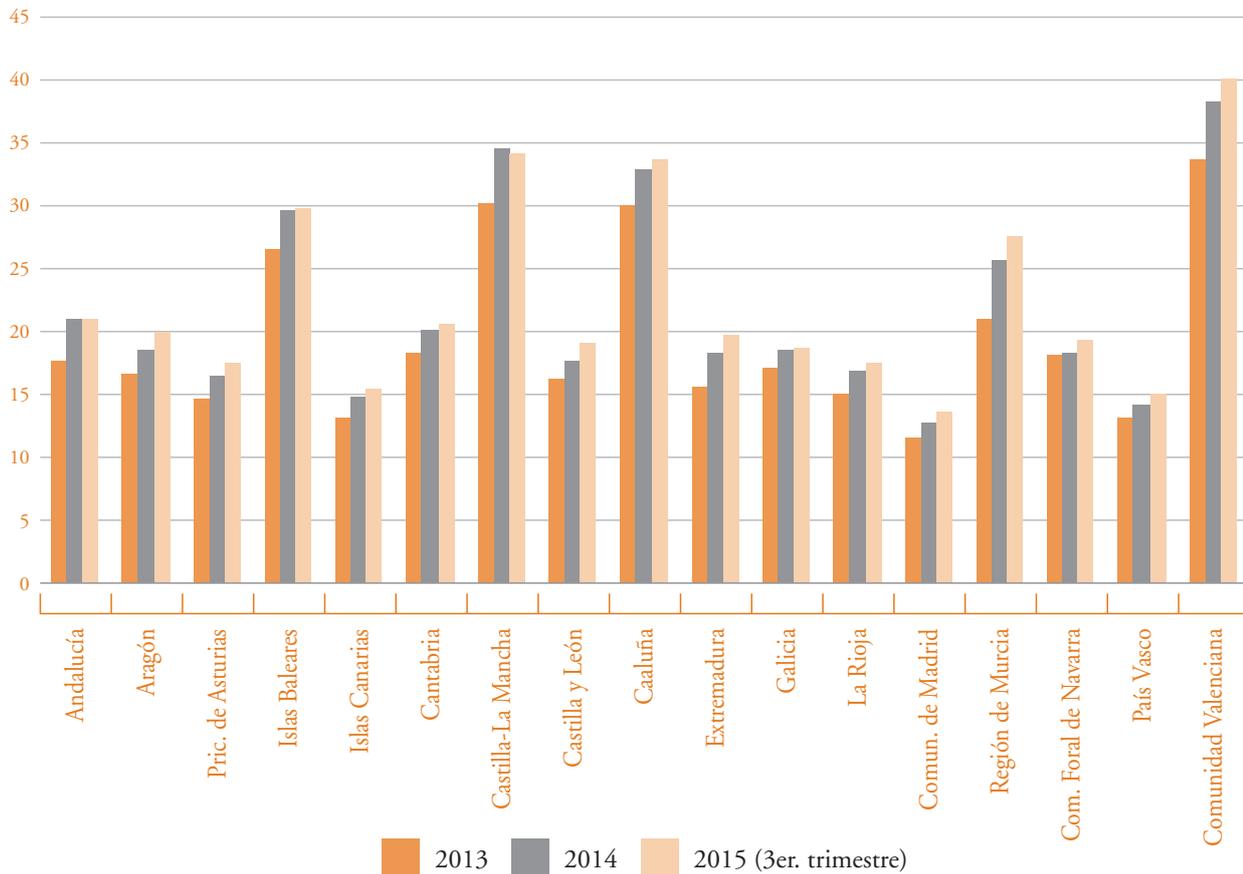
**Gráfico 2**  
**Tipo de interés medio de la deuda pública española**



Fuente: Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (31 de diciembre 2015).

**Gráfico 3****Deuda pública por comunidades autónomas**

Datos en porcentaje del PIB

Fuente: Banco de España, *Boletín Estadístico*, dic. 2015.

Si la idea central es que ese conjunto de ingresos y de gasto público debería haber contribuido a las necesidades de la economía nacional, es obligado ocuparse de cuáles fueron en 2015 esas necesidades.

## 2. La economía española en 2015, resultados y exigencia de futuro

Aunque aún no hay información completa de la Contabilidad Nacional para el año 2015, todas las previsiones y estimaciones realizadas a partir de la amplia información disponible –tanto de España como de los organismos internacionales– proyectan unos resultados brillantes con una tasa de crecimiento del 3,2% de PIB y una creación de empleo anual de más de medio

millón de personas. El cuadro 3 resume la evolución económica en 2015.

Estos brillantes resultados culminan el proceso de recuperación iniciado en 2013, en que las tasas negativas de evolución del PIB comienzan a reducirse, alcanzando en 2014 el valor positivo de 1,4%. Por tanto, el debate sobre cómo remontar la recesión ya carece de sentido y ha sido sustituido por la pregunta clave de qué debe hacerse para lograr una consolidación de ese crecimiento en los próximos años.

Sin restar méritos a los gestores de la política económica, el logro de metas de crecimiento no asegura sin más su continuidad. El buen resultado del ejercicio 2015 es consecuencia de una serie de factores

**Cuadro 3****Previsiones de cierre año 2015**

Variación anual en porcentaje

	Consenso Funcas	Gobierno	Comisión Europea
1. PIB	3,2	3,3	3,1
2. Demanda nacional	3,5	3,4	3,5
2.1. Consumo	3,2	3,4	3,4
2.2. Inversión	6,2	5,5	—
3. Demanda externa	-0,3	-0,1	-0,4
3.1 Exportaciones	5,8	5,5	4,9
3.2 Importaciones	7,3	6,0	6,1
4. IPC	-0,5	—	-0,5
5. Empleo	3,0	3,0	2,8
6. Tasa de paro	22,2	22,2	22,3
7. Déficit público	-4,7	-4,2	-4,7
8. Saldo B de P	1,3	1,2	1,4

Fuente: Funcas.

de diferente naturaleza, cuya repetición no está asegurada. Así, en 2015 la mayoría de los expertos están conformes en atribuir una buena parte del crecimiento a factores tales como el natural impulso de una demanda largamente contenida, al reducido precio del petróleo, al déficit excesivo propio de un año electoral y a la depreciación del tipo de cambio, entre otros.

Pero esos factores impulsores pueden cambiar de signo. De hecho, en la Cumbre de Davos, celebrada del 20 al 23 de enero pasado, la mayoría de las intervenciones técnicas han advertido del riesgo de una nueva crisis mundial a la vista de la ralentización de la economía china, de la difícil evolución de los países emergentes y, sobre todo, del riesgo de una guerra de divisas.

Por ello, en nuestra opinión, el tema que debe centrar todas las reflexiones es el de definir las condiciones necesarias para la continuidad del crecimiento (de hecho, ya la previsión de los analistas para 2016 se sitúa en 2,7%, 5 décimas menos que en 2015).

La regla genérica tradicional para estimar el crecimiento o, alternativamente, evitar que en etapas críticas la evolución de la producción y del empleo minimice su pérdida de intensidad es la actuación pública en una doble dirección: facilitar el equilibrio global y realizar las necesarias reformas de estructura para el crecimiento.

Esa sentencia general cabe especificarla con más detalle:

Desde la óptica del corto plazo, reducir las divergencias entre el crecimiento efectivo y el potencial se considera una tarea propia de las políticas de demanda. La política monetaria responsabilidad del BCE, la política fiscal a través de los programas de ingresos y gastos públicos y la política de comercio exterior que estimula la reducción de los costes laborales unitarios para permitir la supervivencia de las empresas exportadoras y la competitividad de los productos sustitutivos de las importaciones.

En el largo plazo, tras el periodo de recuperación que sigue a la crisis, la tasa de crecimiento del PIB tiende a estabilizarse en torno a su valor potencial y en

ausencia de cambios estructurales, continuará creciendo a ese ritmo.

Si aplicamos esta idea al caso de la economía española, nos encontramos que la tasa de crecimiento potencial en 2015 fue nula y el promedio de los últimos cinco años se situaba en cero y la media de los cinco últimos años es de  $-0,26$ . Es muy probable que a partir de 2014 el aumento de la formación bruta de capital que se viene experimentando eleve el nivel del PIB potencial pero es poco probable que en los próximos dos años el PIB potencial crezca a una tasa media superior al  $0,55\%$ , que es la estimación de Eurostat, con lo que el PIB efectivo alcanzaría al nivel potencial en 2017. Por tanto, a partir de 2017 si la economía española creciera en torno a su nivel potencial en términos reales, ese crecimiento tendría un efecto muy reducido sobre la generación de empleo sin que se lograra reducir sustancialmente la tasa de paro.

Algunos analistas han señalado que con una adecuada política de estímulo de demanda, aun después de que el PIB efectivo alcance al potencial, es posible crecer con mayor intensidad.

Es cierto que incluso después de que el PIB efectivo alcance el valor del potencial, la economía puede crecer a un ritmo mayor del que lo hace el potencial pero al coste de incumplir con la regla de la estabilidad exigida en la propia definición de esta magnitud.

En definitiva, solo hay un camino estable para consolidar el crecimiento futuro: elevar el PIB potencial de la economía. Ahora bien, el hecho de que los factores que contribuyen al crecimiento potencial de una economía, operan a un largo plazo, otorga un especial dramatismo a la urgencia de acelerar su instauración. Creemos que hay dos líneas de política económica especialmente relevantes con el objetivo de acentuar el crecimiento potencial.

La primera se centra en elevar la productividad total de los factores (PTF) elemento clave del crecimiento potencial. En el pasado reciente, la PTF ha tenido un comportamiento negativo. Se ha dicho con razón que España ha crecido de espaldas a la productividad. Según datos de Eurostat, entre 2001 y 2015 la productividad total de los factores en España se ha reducido

un  $9,98\%$  a pesar de que la pérdida de empleo vivida en el periodo de la Gran Recesión, mayor que la de la producción, ha paliado un tanto artificialmente el valor cuantitativo de la pérdida de PTF.

Según la argumentación económica convencional, es necesario avanzar urgentemente en dos puntos básicos: la dotación de capital humano que, según datos de Eurostat recogidos por el Banco de España, en 2013 su indicador cuantitativo era el  $63,9\%$  de sus posibilidades máximas y el  $95,6\%$  de la media de los países de la UEM. Y, por otra parte, incrementar el capital tecnológico, cuyo nivel en España está en el  $7,8\%$  del PIB (2013), lo que supone el  $64\%$  de la media de los países de la UEM.

Es obvio que corregir estas insuficiencias es fundamental y que en este terreno hay un papel inicial clave para las administraciones públicas, lo que refuerza la necesidad de reforma de las finanzas públicas ya comentada anteriormente.

Una segunda línea de actuación es la de incrementar la dotación de factores productivos. De una parte, la NAIRU, tan elevada en España, nos da una idea cabal de un paro estructural importante que, de otra suerte, podía ser mano de obra aplicada a la producción efectiva, incrementando así del lado de la oferta las posibilidades de producción. Aunque una NAIRU elevada puede tener causas muy distintas, está claro que primariamente significan una falta de sintonía entre la oferta y la demanda de trabajo. Hay ofertas de puestos de trabajo que no pueden ser atendidas por la demanda, también disponible, por falta de adecuación de la mano de obra a los perfiles cambiantes, por exigencias tecnológicas, de los puestos de empleo disponibles. Aquí la receta es clara: formación y racionalización del mercado de trabajo. Siempre existirá un *paro natural* en una economía pero una tasa en torno al  $18\%$  de la población activa es claramente mejorable.

Y en cuanto a la dotación de capital físico, según los datos disponibles parece que nuestra situación es más similar a la de los países de la UEM. Según los datos recogidos por el Banco de España, el capital productivo por empleado, en 2014, representaba el  $105,2\%$  de la media de la UEM. Sin embargo, la cifra anterior

es ambigua si se tiene en cuenta la cuantiosa reducción de empleo entre 2008 y 2014. En 2005, por ejemplo, esa relación fue del 88,8%. Por consiguiente, conforme la economía se vaya normalizando se dejará sentir una carencia de capital fijo que condiciona el potencial productivo.

### 3. Deberes para la política presupuestaria

En ese marco, antes descrito, de las actuaciones encaminadas a consolidar el crecimiento futuro, hay un terreno específico para la política presupuestaria. Hay cinco exigencias clave para el sector público español:

1. Mejorar las eficiencias en el uso de los recursos públicos de forma que se puedan atender determinadas prestaciones sin necesidad de aumentos adicionales del gasto público. En particular y adicionalmente a las exigencias que más adelante se mencionan, es imprescindible tener presente las obligaciones públicas que se derivarán del envejecimiento de la población.
2. Obtener un superávit público, de naturaleza estructural que permita contribuir a una reducción del exagerado nivel de deuda pública de la Hacienda española.
3. Establecer un programa de reducción de la tasa de endeudamiento público. Su actual nivel del 100% del PIB supera con mucho las condiciones establecidas en Maastricht para los países de la UEM.
4. Reponer los niveles necesarios de capitalización pública. La formación bruta de capital público se ha ido reduciendo a lo largo de los años de la Gran Recesión de forma que el aumento neto de capital público se aproxima a cero.
5. Mejorar la distribución de la renta que según todos los indicadores ha empeorado durante la crisis más que en los países de nuestro entorno. Sería preciso aumentar el gasto social y mejorar la eficiencia recaudatoria de los impuestos.

### 4. La respuesta de la economía pública a las exigencias planteadas

Si mirando al futuro, el sector público en 2015 debería haberse acentuado, en sus rasgos de comportamiento

de las exigencias recogidas en el apartado anterior, debemos ahora preguntarnos por cuál ha sido su comportamiento real.

#### 4.1. Ineficiencia pública

Como hemos repetido en diferentes ocasiones, las cuentas públicas van a tener que soportar la presión de gastos públicos adicionales para contribuir al equilibrio a corto y al crecimiento a largo plazo. Sin embargo, para dar cabida a estas nuevas exigencias sin sustanciales incrementos del gasto público, sería muy bueno que los actuales servicios públicos se prestaran con menor coste para dedicar los recursos liberados a esas nuevas finalidades.

Pero lo cierto es que existe la presunción (poco comprobada por ausencia de información) de que en la prestación de los servicios públicos existen ineficiencias tanto productivas como asignativas. En el artículo publicado en *Economistas* en 2013 sobre el comportamiento público hicimos referencia a los trabajos de Nuria Rueda, cuya estimación es que mientras la producción de servicios públicos en el periodo 1985-2008 creció al 1,67%, los costes lo hicieron al 4,51%. Por tanto, en la eficiencia productiva hay posibilidad de mejorar. Pero aún más inquietante nos parece la cuestión de si los servicios públicos que se prestan son satisfactorios para los ciudadanos. Sobre este particular solo existen algunas encuestas. Una primera aproximación al problema lo encontramos en el reciente trabajo del CIS (2015) sobre la relación Hacienda Pública y ciudadanos.

El cuadro 4 presenta algunos de los datos de ese estudio. Los resultados son muy significativos de la falta de sintonía.

El gasto público español no es comparativamente excesivo, pero es ineficiente productivamente y en su adaptación a las necesidades sociales.

#### 4.2. Desequilibrio presupuestario

Frente a las necesidades de un equilibrio estructural en las cuentas públicas, estos son los resultados de 2015:

**Cuadro 4****Satisfacción con servicios públicos**

	Porcentaje de respuestas <i>poco o nada</i> sobre total
Enseñanza	54,9
Sanidad	50,2
Gestión de pensiones	54,5
Justicia	71,8
Seguridad	43,1
Servicios sociales	53,2
Transporte	33,9
Obras públicas	47,0
Ayuda dependencia	67,5
	Porcentaje de respuestas <i>de acuerdo</i>
<i>El ciudadano recibe menos de lo que paga con impuestos</i>	61,7
<i>Existe mucho o bastante fraude fiscal</i>	93,9

Fuente: CIS, noviembre 2015.

El cuadro 5 contiene los datos básicos del desequilibrio público que nos permite destacar el hecho de que el déficit de 2015 es en una cuarta parte estructural, en su mitad causado por el gasto corriente y con un efecto expansivo de 2,97 puntos del PIB, y el cuadro 6 aporta información sobre los sucesivos valores de los objetivos de déficit acordados con Bruselas.

Siguiendo la técnica del FMI, el saldo presupuestario neutral en 2015 es de 2,03% del PIB lo que quiere decir que el sector público ejerce un efecto estimulante sobre la actividad económica de 2,97 puntos de PIB. Un año más la actuación pública ha sido expansiva.

Partiendo del cuadro 7 de los ingresos y gastos públicos en los países de la Unión Europea en 2015, observamos la diferencia entre España y la media de la Unión Europea.

– Tal como muestra el cuadro, la relación del gasto público al PIB es menor en España que en la media de los países de la Unión Europea, por lo tanto el problema del déficit público no es el exceso de gasto

sino más bien la conveniencia de mejorar la eficiencia del gasto público.

– La deficiencia presupuestaria fundamental se sitúa por el lado de los ingresos públicos. La presión fiscal efectiva está muy por debajo de la media europea. Hay dos motivaciones centrales en esta divergencia: el fraude y la evasión fiscal, de una parte, y, de otra, la proliferación de beneficios, deducciones y bonificaciones fiscales que afectan especialmente al IRPF, al IVA y al Impuesto de Sociedades. Reducciones que si en algún momento tuvieron justificación, ahora deben plegarse al objetivo prioritario de reducir el déficit público estructural.

#### 4.3. Elevado endeudamiento

Además de la presencia de un déficit público cuantioso la hacienda española cuenta con otro problema que dificulta, o más bien impide, que las administraciones públicas puedan asumir tareas de equilibrio de la demanda nacional.

**Cuadro 5****Medidas de desequilibrio público**

Datos en porcentaje del PIB

	2013 (p)	2014 (p)	2015 (f)
1. Ahorro bruto	-4,00	-3,53	-2,72
2. Déficit efectivo	-6,90	-5,89	-5,02
3. Déficit sin ayudas a entidades financieras	-6,43	-5,78	-5,01
4. Componente cíclico	-5,95	-5,61	-3,88
5. Componente estructural (discrecional) (3-4)	-0,49	-0,16	-1,13
5.1. Estructural permanente	-3,98	-3,34	-3,83
5.2. Estructural ocasional	3,50	3,18	2,70
6. Necesidad de endeudamiento	-12,84	-10,14	-6,87
7. Déficit primario	-3,55	-2,50	-1,85
8. Déficit primario sin ayudas a entidades financieras	-3,07	-2,38	-1,84
9. Déficit neutral	-2,94	-2,78	-2,03
10. Saldo beligerante	-3,50	-2,99	-2,97

(f) Previsión.

(p) Provisional.

Fuente: Cuadro 1 y elaboración propia.

El cuadro 8 nos transmite dos hechos: primero, que la tasa de endeudamiento público supera a la media de los países del área del euro y, segundo, que a esa situación se ha llegado en un tiempo récord porque en el año 2000, por ejemplo, el endeudamiento español

se situaba en las tasas más bajas de los países de nuestro entorno.

El camino menos perturbador para reducir el actual apalancamiento es un tema frecuente de debate.

**Cuadro 6****Objetivos de déficit público para 2015**

	Programa 2012-2015	Programa 2013-2016	Programa 2014-2017	Programa 2015-2018	Presupuesto 2016 (**)	Previsión liquidación (*)
Administraciones centrales	-1,1	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-2,71
Seguridad Social	0,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-1,30
Comunidades autónomas	0,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-1,40
Corporaciones locales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,40
<b>Déficit AA.PP.</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-5,01</b>

(\*) Funcas.

(\*\*) Esta cifra de 2015 aparece recogida en los Presupuestos Generales del Estado de 2016.

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

**Cuadro 7****Ingresos y gastos públicos de los países de la UE**

Datos en porcentaje del PIB

	2014		2015	
	Ingresos/PIB	Gastos/PIB	Ingresos/PIB	Gastos/PIB
Unión Europea	45,23	48,24	44,92	47,37
Área Euro	46,96	49,53	46,75	48,78
Bélgica	51,99	55,10	51,62	54,34
Bulgaria	36,30	42,07	36,71	39,47
República Checa	40,60	42,55	40,97	42,91
Dinamarca	58,43	56,89	52,49	55,76
Alemania	44,57	44,27	44,41	43,54
Estonia	38,73	38,00	40,10	39,86
Irlanda	34,37	38,25	33,97	36,19
Grecia	46,36	49,94	46,95	51,56
España	38,58	44,47	38,66	43,40
Francia	53,58	57,53	53,43	57,23
Croacia	42,59	48,19	43,14	48,02
Italia	48,18	51,22	48,18	50,77
Chipre	40,45	49,32	39,56	40,28
Letonia	35,55	37,10	34,89	36,35
Lituania	34,13	34,80	34,60	35,59
Luxemburgo	43,82	42,38	43,63	43,59
Hungría	47,37	49,89	47,08	49,36
Malta	41,90	44,03	42,27	43,96
Holanda	43,89	46,25	42,64	44,73
Austria	49,99	52,68	50,20	52,08
Polonia	38,84	42,14	39,10	41,89
Portugal	44,53	51,70	44,92	47,90
Rumanía	33,52	34,90	35,36	36,57
Eslovenia	44,79	49,84	44,78	47,72
Eslovaquia	38,86	41,64	39,93	42,65
Finlandia	54,93	58,26	54,87	58,05
Suecia	50,06	51,77	49,93	51,35
Reino Unido	38,24	43,93	38,42	42,67

Fuente: European Commission, dic. 2015.

**Cuadro 8****Deuda pública (según PDE)**

Datos en porcentaje del PIB

	2002	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (*)
Unión Europea	56,0	78,6	81,6	85,2	87,3	88,6	87,8
Área euro	58,4	84,0	86,7	91,3	93,4	94,5	94,0
Alemania	58,9	81,0	78,4	79,7	77,4	74,9	71,4
España	58,0	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3	100,8
Francia	58,7	81,7	85,2	89,6	92,3	95,6	96,5
Italia	105,1	115,3	116,4	123,2	128,8	132,3	133,0
Portugal	50,3	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	128,2
Reino Unido	38,9	76,6	81,8	85,3	86,2	88,2	88,3

(\*) La previsión de Funcas para España es 99,7%.

Fuente: Comisión Europea, otoño 2015.

Si eliminamos las formas heterodoxas de reducción de la tasa de endeudamiento, como generar inflación para reducir el peso efectivo de la deuda, o declararse en quiebra repudiando la deuda que tendría especiales connotaciones negativas entre los tenedores con efectos penalizadores de los mercados, solo quedan los caminos ortodoxos que suelen ser difíciles de implementar y, en todo caso, lentos en sus efectos. Tales son: Conseguir un equilibrio primario con un crecimiento interno que permita traspasar recursos a esta finalidad por vía impositiva. También se ha sugerido avanzar en el proceso, privatizando activos financieros o reales e incluso no faltan analistas que sugieren el establecimiento de un impuesto extraordinario sobre la riqueza.

#### 4.4. Escasa aportación presupuestaria a la capitalización de la economía

Como ya hemos indicado, el logro de un crecimiento potencial importante que tire de la producción efectiva es una exigencia de la política de crecimiento. Es muy probable que el sector público deba ser en España el impulsor de este proceso de capitalización física, humana y tecnológica: esto obliga a incrementar recursos y economía en gastos innecesarios, ya que

en la actualidad el sector público español aporta poco en este terreno.

Así, por ejemplo, entre 2000 y 2007 la inversión pública bruta aumentó un 4,08% como promedio anual. La inversión pública neta lo hizo en 2,05%. Sin embargo, en el periodo 2012-2014 la aportación neta del sector público al *stock* de capital fue negativa, con una media anual de -0,1% del PIB.

La experiencia demuestra que los gastos en inversión pública son los primeros que se recortan cuando un déficit es excesivo y urge presentar una política económica restrictiva.

El capital humano, que en su nivel está por debajo de la media de los países de la UEM, como antes hemos comentado, no parece que haya hecho ningún esfuerzo adicional en 2015 para incrementar su nivel o mejorar en calidad, dada la estabilidad de las cifras de la cuenta de renta de las administraciones públicas en lo relativo al gasto en la prestación de servicios públicos.

En lo que a capital tecnológico se refiere, que es donde la situación relativa de España presenta un déficit más acentuado, el gasto en I+D+i de las administraciones pú-

blicas se sitúa en torno a 1,3% del PIB, prácticamente la mitad de lo que gastan en esta partida en Estados Unidos (2,2%), Alemania (2,8) o Francia (2,2%).

#### 4.5. *Insuficiencia distributiva*

Destaquemos finalmente el hecho de que la Gran Recesión ha tenido unas consecuencias negativas sobre la distribución de la renta y la riqueza, más intensa que en los países de nuestro entorno, y que el sector público, ha sido incapaz de corregir. Tres datos clave nos sitúan cuantitativamente en este terreno:

- El índice de desigualdad de Gini es en España el 34,7% frente a la media europea del 30,5. Por tanto, España distribuye su renta con un menor nivel de justicia que el conjunto de los países de la UEM.
- El índice que mide el cociente entre el 20% de la población con mayor renta y el 20% de la población menos favorecida, en España tiene el valor 7,5 y en la UEM 5,5.
- Proporción de la población en riesgo de pobreza o exclusión. En España 29,2% frente al 24,4 de los países de la UEM.

En suma, el conjunto de actividades públicas que el logro de un crecimiento elevado, estable y equitativo reclaman, no es asumible a la vista de los actuales parámetros de déficit y endeudamiento de la Hacienda española. La política presupuestaria está hipotecada. De ahí nuestra insistencia en la prioridad que debe darse al rescate de la política presupuestaria, a corto y largo plazo, si se quiere consolidar el crecimiento y mejorar la dimensión social y redistributiva en la sociedad española.

### 5. Conclusiones

1. La liquidación presupuestaria de las administraciones públicas en 2015, a partir de los datos y estimaciones disponibles, presenta escasas diferencias con los dos ejercicios anteriores. Los costes por intereses y las prestaciones sociales explican la reducción del gasto corriente en torno a un punto del PIB.

El desahorro bruto disminuye significativamente y también lo hacen las adquisiciones netas de activos financieros.

2. El punto de partida de este artículo es que la actividad presupuestaria debe estar al servicio de las necesidades de la sociedad.

En este sentido, la vieja fórmula de la política económica: equilibrio global y reformas estructurales, sigue siendo útil como criterio de referencia de la política presupuestaria. El objetivo del artículo es llenar de contenido esa sentencia genérica.

3. El crecimiento económico interno que ha vivido la economía española ha respondido en alguna medida a factores singulares como el bajo precio del petróleo, el impulso del consumo tras un largo periodo de contención forzada por la crisis, la depreciación del tipo de cambio, entre otros que no es probable que se repitan en el futuro inmediato. Por tanto, la política presupuestaria tiene que diseñarse para contribuir a las necesidades del sistema económico.

4. Los rasgos que caracterizan a la política económica necesaria son: eficiencia (no despilfarro de recursos), equilibrio estructural, flexibilidad para ajustar los defectos y excesos de la demanda global, tratamiento adecuado de las necesidades que derivan del envejecimiento de la población y contribuir a la corrección de la desigualdad existente en el sistema.

5. Sin embargo, la estructura de la actividad presupuestaria real en España se caracteriza por:

- Se producen los servicios públicos con exceso de coste; la valoración de los mismos por los ciudadanos es bastante negativa.
- Presenta un déficit con elevado componente estructural permanente.
- Un volumen de deuda pública en torno al 100% del PIB.
- Su aportación a la equidad es escasa a la luz de la vigencia de indicadores de desigualdad, superior a la del promedio de los países de la UEM.

En suma, la consolidación del crecimiento futuro en España necesita acciones que se incardinan en la actividad presupuestaria pública, tanto a corto como a largo plazo, pero la política presupuestaria está hi-

potecada por su déficit estructural y por su elevado endeudamiento. Por todo ello, la primera acción que hay que abordar es rescatar la política presupuestaria como un paso previo para su utilización como impulsor del crecimiento.

### BIBLIOGRAFÍA

CIS (2015), *Estudio anual sobre opinión pública y política fiscal*.

Laborda Peralta, A. (2014), «La demanda nacional impulsa la recuperación económica», *Cuaderno de Información Económica*, núm. 241, FUNCAS.

Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (2015), Proyecto de los Presupuestos Generales del Estado 2016, Ministerio de Hacienda.

Ministerio de Economía y Competitividad (2014), Programa de Estabilidad (2014-2017).

Ministerio de Economía y Competitividad (2015), Programa de Estabilidad (2015-2018).

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.



SEGURO DE RESPONSABILIDAD CIVIL



MAPFRE

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

- Seguro exclusivo para **COLEGIADOS DEL CEM**.
- 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	Por siniestro	Por año	Personas físicas	Sociedad Monodisciplinar Por socio/Economista	Sociedad Multidisciplinar Por socio/Economista
<input type="checkbox"/> A	350.000 €	700.000 €	<input type="checkbox"/> 222,84 €	<input type="checkbox"/> 222,84 €	<input type="checkbox"/> 267,41 €
<input type="checkbox"/> B	650.000 €	1.300.000 €	<input type="checkbox"/> 350,40 €	<input type="checkbox"/> 350,40 €	<input type="checkbox"/> 420,48 €
<input type="checkbox"/> C	1.050.000 €	2.100.000 €	<input type="checkbox"/> 579,93 €	<input type="checkbox"/> 579,93 €	<input type="checkbox"/> 95,93 €
<input type="checkbox"/> Cese de Actividad	350.000 €	700.000 €	<input type="checkbox"/> Gratuito	<input type="checkbox"/> Gratuito	<input type="checkbox"/> Gratuito

- OPCIÓN DE COBERTURA DE OTRAS ACTIVIDADES: **AUDITORÍA, CONCURSAL, LABORAL**.
- 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 76 71 Email: colegios@adartia.es

# LA DEUDA DEL ESTADO

**Rosa María Sánchez-Yebra Alonso**

*Secretaría General del Tesoro y Política Financiera*

**Pablo de Ramón-Laca Clausen**

*Subdirector General de Gestión y Financiación de la Deuda Pública,  
Dirección General del Tesoro, Secretaría General del Tesoro y Política Financiera*

## RESUMEN

El balance de 2015 ha sido muy positivo para la deuda del Estado. El Tesoro se ha financiado al menor coste de su historia, diversificando su base inversora y alargando la vida media de su cartera. En los últimos cuatro años ha podido reducir sus emisiones totales, reduciendo su endeudamiento neto y estabilizando sus vencimientos. Se adapta así, impulsado por el crecimiento económico español, a la política monetaria y al mercado global. La sostenibilidad y la liquidez del mercado de deuda del Estado son, y han de seguir siendo, su principal reclamo.

## PALABRAS CLAVE

Deuda, Tesoro, Sostenibilidad, Liquidez.

## 1. Introducción

El balance de 2015 ha sido muy positivo para la deuda del Estado. El Tesoro Público ha completado su programa de financiación al menor coste de su historia a la vez que ha diversificado su base inversora y reducido el riesgo de refinanciación al alargar la vida media de sus vencimientos.

Tras sufrir la mayor crisis económica y financiera de las últimas décadas, España salió de la recesión en 2014. En 2015 la recuperación económica ha adquirido velocidad de crucero y el crecimiento del PIB supera el 3% anual, con una expectativa de mantenerse en tasas similares de acuerdo a las últimas previsiones económicas del Gobierno.

El principal elemento que ha influido sobre los mercados financieros de renta fija en 2015 ha sido la decisión del Banco Central Europeo de intensificar su programa de compra de activos, incorporando la deuda pública en la lista de activos a adquirir (*Public Sector Purchasing Programme*, PSPP) y de establecer, por primera vez en su historia, el tipo de interés de depósito en tasas negativas. Estas medidas han presionado a la

baja las rentabilidades de los títulos de deuda pública europea, situándolas en niveles históricamente bajos. A nivel global, los focos de volatilidad en los mercados financieros, en especial en renta variable, han proveni-do de la desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y Brasil.

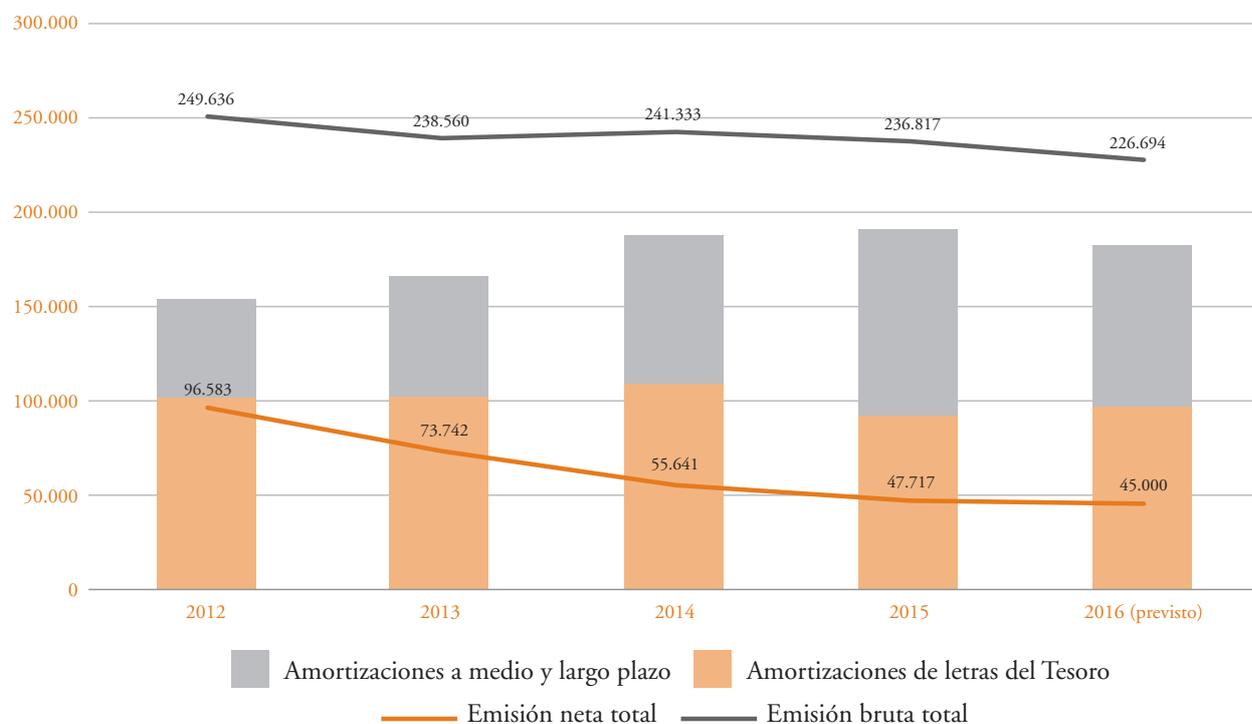
## 2. Resultados del Tesoro Público en 2015

El Tesoro Público ha emitido en 2015 un total de 236.817 millones de euros, de los cuales 47.716 millones de euros han aportado financiación neta, 97.816 millones han refinanciado vencimientos de letras del Tesoro y 95.997 millones han refinanciado vencimientos de diversos instrumentos a medio y largo plazo. En 2015 el Reino de España ha amortizado anticipadamente 4.000 millones de euros del préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que contrajo en 2012 por valor de 41.333 millones de euros, del que ya amortizó anticipadamente 1.612 millones de euros en 2014.

El gráfico 1 muestra la tendencia de los últimos años: según se van reduciendo las necesidades de

**Gráfico 1****Emisión y amortizaciones totales del Tesoro Público**

Datos en millones de euros



Fuente: Tesoro Público.

financiación neta del Estado y se contiene el riesgo de refinanciación de cada año, el Reino de España ha podido reducir paulatinamente la emisión total en el mercado de capitales. Se prevé, como anunció el Ministerio de Economía y Competitividad el pasado 23 de diciembre, que esta pauta continúe en 2016 cuando el Tesoro Público tendrá sus menores necesidades de financiación desde 2007. Por primera vez en muchos años, la reducción de la financiación neta –desde los 47.716 millones de euros en 2015 hasta los 45.000 millones de euros en 2016– se verá complementada por una caída aún mayor de los vencimientos previstos en el año –desde los 189.100 millones de euros en 2015 hasta los 181.693 millones de euros en 2016–.

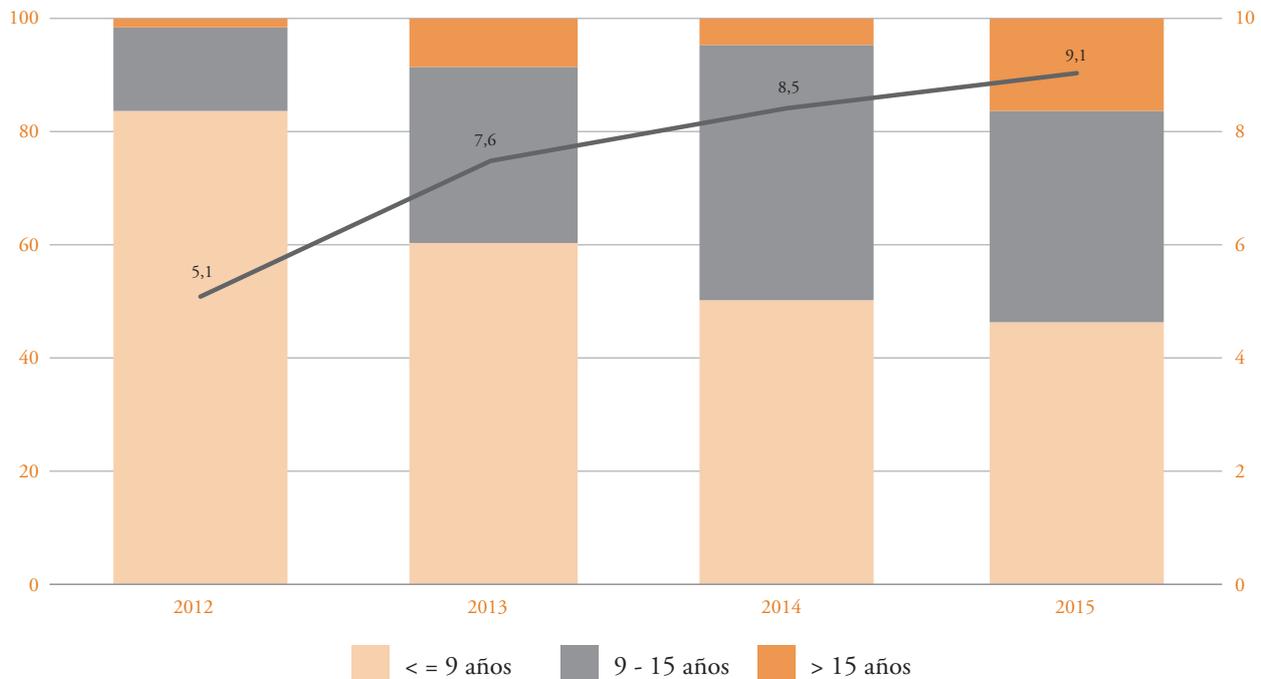
La tendencia a contener año a año las necesidades de financiación bruta responde, en primer lugar, a la paulatina consolidación fiscal aprobada en los Presupuestos Generales del Estado y acordada con nuestros

socios europeos y, en segundo lugar, en lo que respecta al Tesoro Público, a una estrategia plurianual dirigida a intensificar la emisión a medio y largo plazo en tramos más largos. El gráfico 2 muestra cómo, a medida que el Tesoro Público ha ido recuperando la confianza de los inversores, se ha intensificado la emisión de valores a más de nueve años.

Casi el 90% de la financiación bruta de 2015 (un total de 212.417 millones de euros) se ha obtenido mediante las 48 subastas ordinarias efectuadas por el Tesoro durante el año –24 de letras del Tesoro y 24 de bonos y obligaciones del Estado–. Los 23.399 millones de euros restantes fueron financiados empleando la técnica de sindicación bancaria, con el lanzamiento de cuatro nuevas referencias a largo plazo: dos referencias a diez años en enero y junio, una referencia a quince años en febrero y una referencia a quince años indexada a la inflación europea en marzo.

**Gráfico 2****Alargamiento gradual del plazo medio de emisiones de bonos y obligaciones del Estado**

Datos en porcentajes



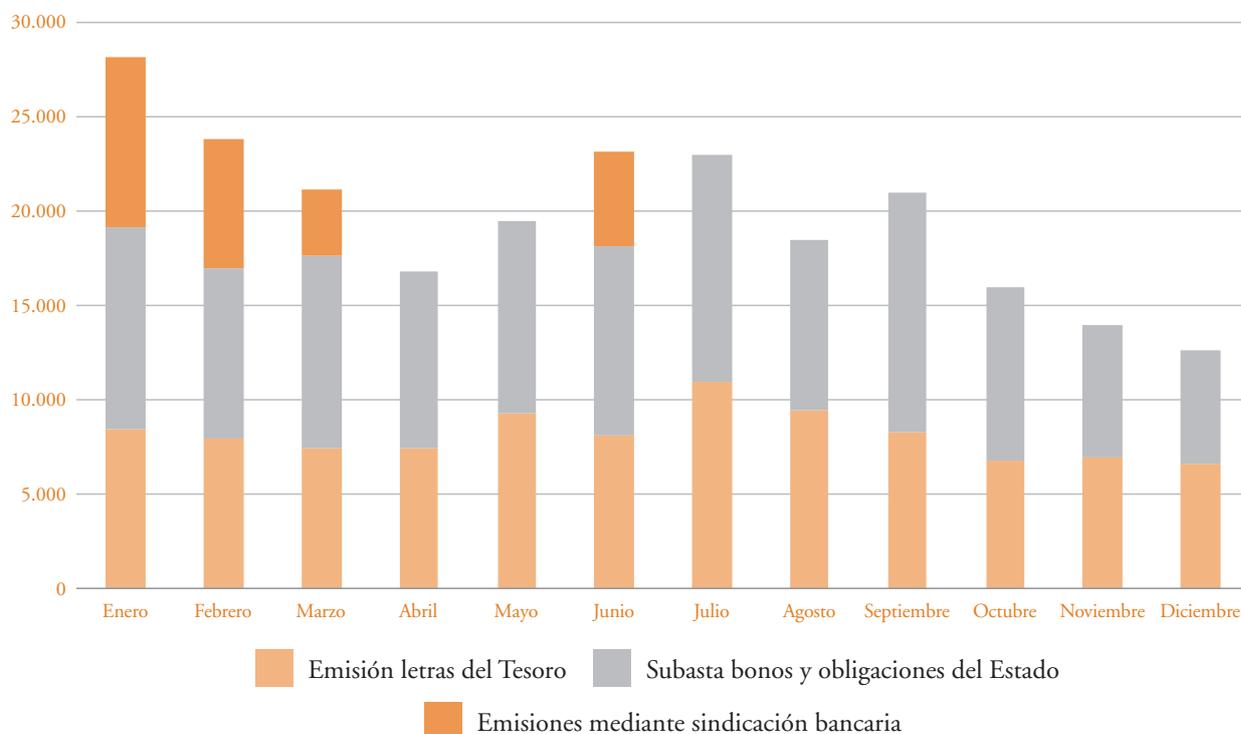
Fuente: Tesoro Público.

El programa de emisión de bonos y obligaciones del Estado ligados a la inflación europea sigue ampliándose. En 2015 el Tesoro ha emitido 8.366 millones de euros de estas referencias a medio y largo plazo (un 6% del total) en seis subastas ordinarias y una sindicación. En sus dos primeros años de vida, este programa ha adquirido un volumen total de 20.844 millones de euros, lo que supone algo más del 2,3% del total de deuda del Estado en circulación. La emisión indexada, que ya realizan desde hace varios años otros emisores soberanos como los de Alemania, Francia e Italia, permite adaptarse en el medio plazo a las expectativas de inflación de una amplia base inversora. Ello redundará en la diversificación de la base inversora y en una reducción a medio plazo de los costes de financiación, contribuyendo a la optimización de la cartera de valores del Tesoro Público.

El ritmo de emisión óptimo a lo largo del año ha de tener en cuenta una serie de condicionantes. En primer lugar, se ha de ceñir a las necesidades de tesorería

del Estado. El Tesoro Público cuenta siempre con un margen conservador de tesorería mediante el que prepara los grandes pagos a realizar, complementando los ingresos tributarios previstos con emisiones de deuda del Estado. Sin embargo, la política monetaria de la eurozona, que ha reducido agresivamente los tipos de interés de depósito a corto plazo del Eurosistema, hace necesario conjugar una mayor agilidad en su política de emisiones con la gestión tesorera, permitiendo minimizar los costes de tesorería.

En segundo lugar, el coste al que un emisor recurrente se financia en cada momento en el mercado de capitales depende de factores de oferta y demanda. Por el lado de la oferta, *ceteris paribus*, es natural que cuanto mayor sea la emisión del Tesoro Público mayor será el coste absoluto de financiación. Por el lado de la demanda, el mercado se ha ido adaptando a los eventos macroeconómicos, globales y locales, que han caracterizado el año 2015: la sustancial caída del precio del petróleo y de las materias primas, el an-

**Gráfico 3****Emisiones en 2015**

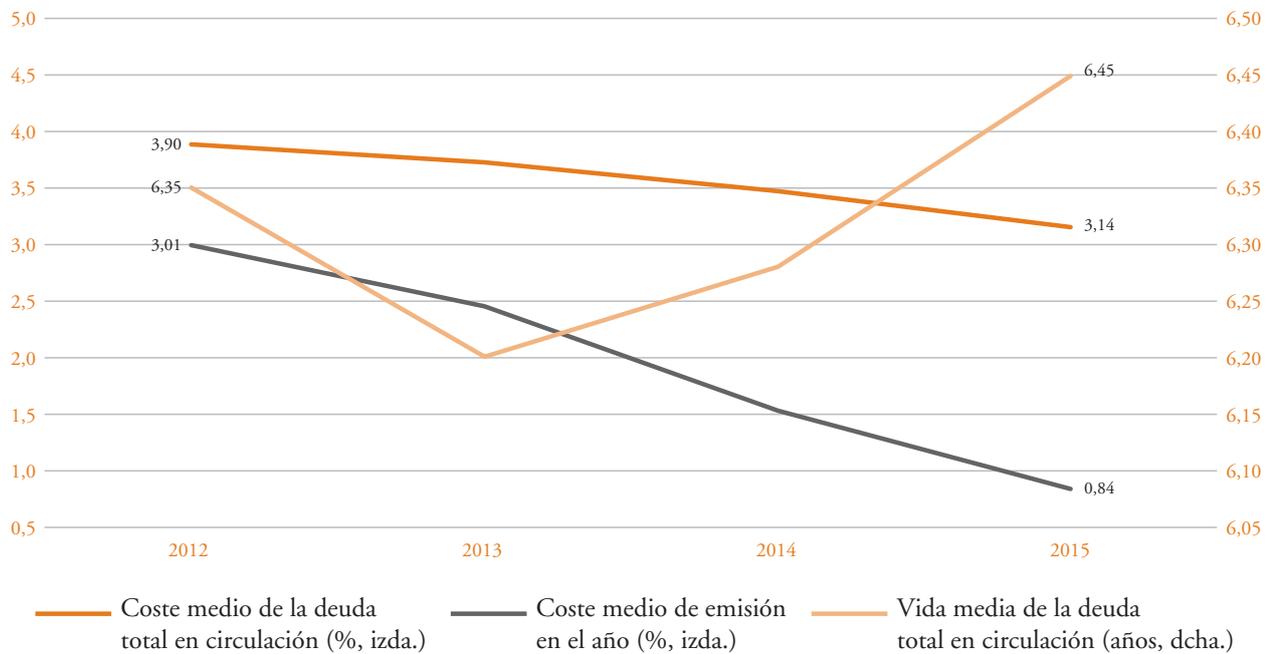
Fuente: Tesoro Público.

ticipado cambio de rumbo de la política monetaria estadounidense, la desaceleración de las economías de países emergentes y de China, el anuncio y activación del programa de compra de activos de deuda pública por parte del Eurosistema, la negociación y entrada en vigor del nuevo acuerdo entre Grecia y sus socios europeos, y los distintos procesos electorales en Portugal, Reino Unido, Francia y España. El gráfico 3 muestra la pauta de emisiones del Tesoro Público en 2015.

El resultado de la estrategia del Tesoro en 2015 ha sido muy positivo. Como se señala en el gráfico 4, el coste medio de las emisiones efectuadas fue del 0,84%, la cifra más baja de la historia del Tesoro Público. El coste medio de la cartera de deuda del Estado en circulación descendiendo hasta el 3,14%, asimismo el coste medio más bajo de la historia. La vida media de la cartera total de deuda del Estado ha aumentado desde los 6,28 años a final de 2014 hasta los 6,45 años a final de 2015.

El reconocimiento internacional de las mejores perspectivas económicas de España se ve reflejado en la distribución de la deuda del Estado. Los inversores no residentes ya detentan el 53,42% del total de la deuda registrada, continuando la senda ascendente de los últimos años, lo cual permite que las entidades de crédito españolas hayan reducido las posiciones que registraban en los últimos años (gráfico 5).

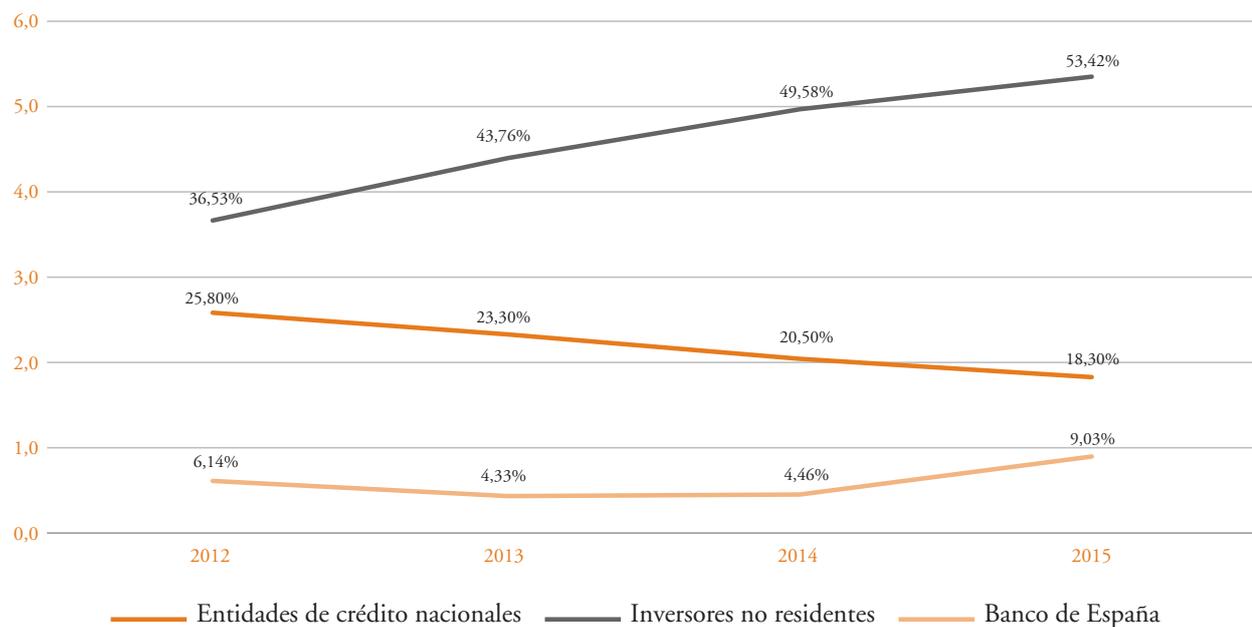
En 2015 ha entrado un nuevo e importante operador en el mercado de deuda pública española. El 9 de marzo de 2015 el Eurosistema comenzó a comprar bonos y obligaciones del Estado en el mercado secundario como parte de su programa de estímulo monetario, aumentando sus tenencias a un ritmo constante; las tenencias registradas del Banco de España, el principal operador de este programa en nuestro país, han aumentado en 38.531 millones de euros en 2015 y tiene ya en su balance el 9,03% del total de la deuda no segregada en circulación. No ha de

**Gráfico 4****Coste y vida media de la cartera de deuda del Estado**

Fuente: Tesoro Público.

**Gráfico 5****Tenencias registradas de deuda del Estado no segregada**

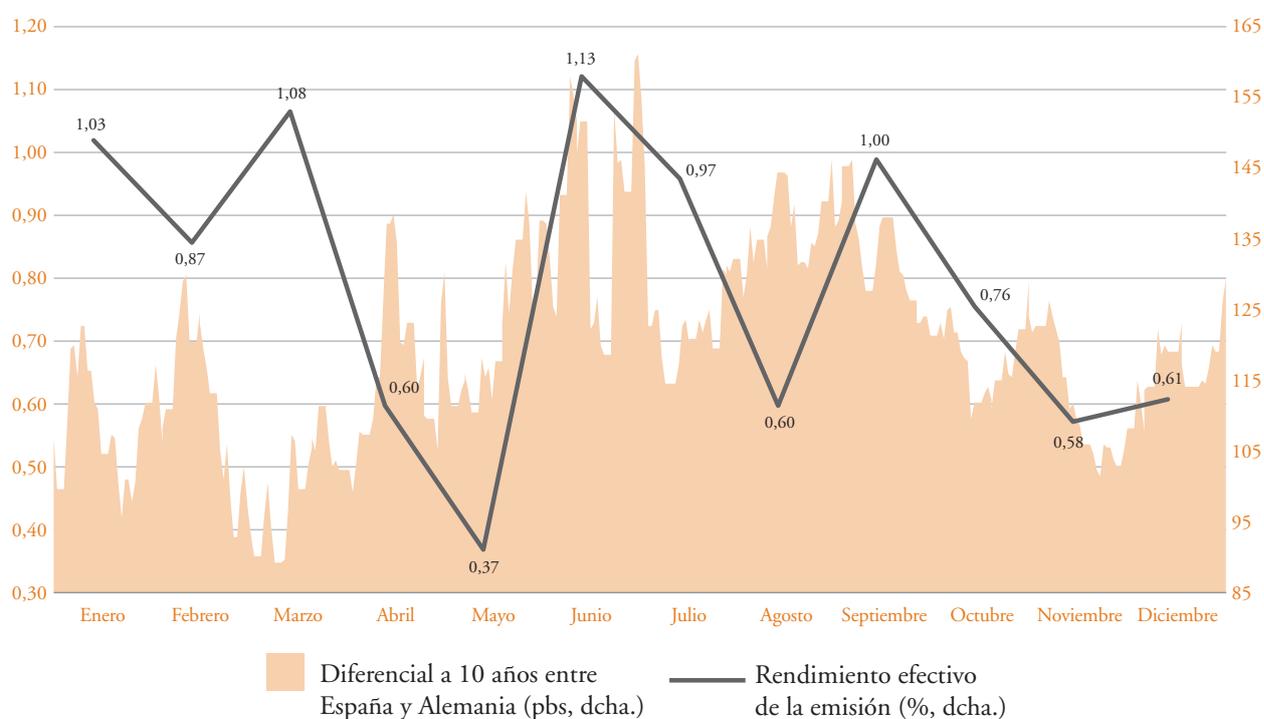
Datos en porcentaje



Fuente: Tesoro Público.

Gráfico 6

## Coste efectivo de financiación y diferencial España-Alemania

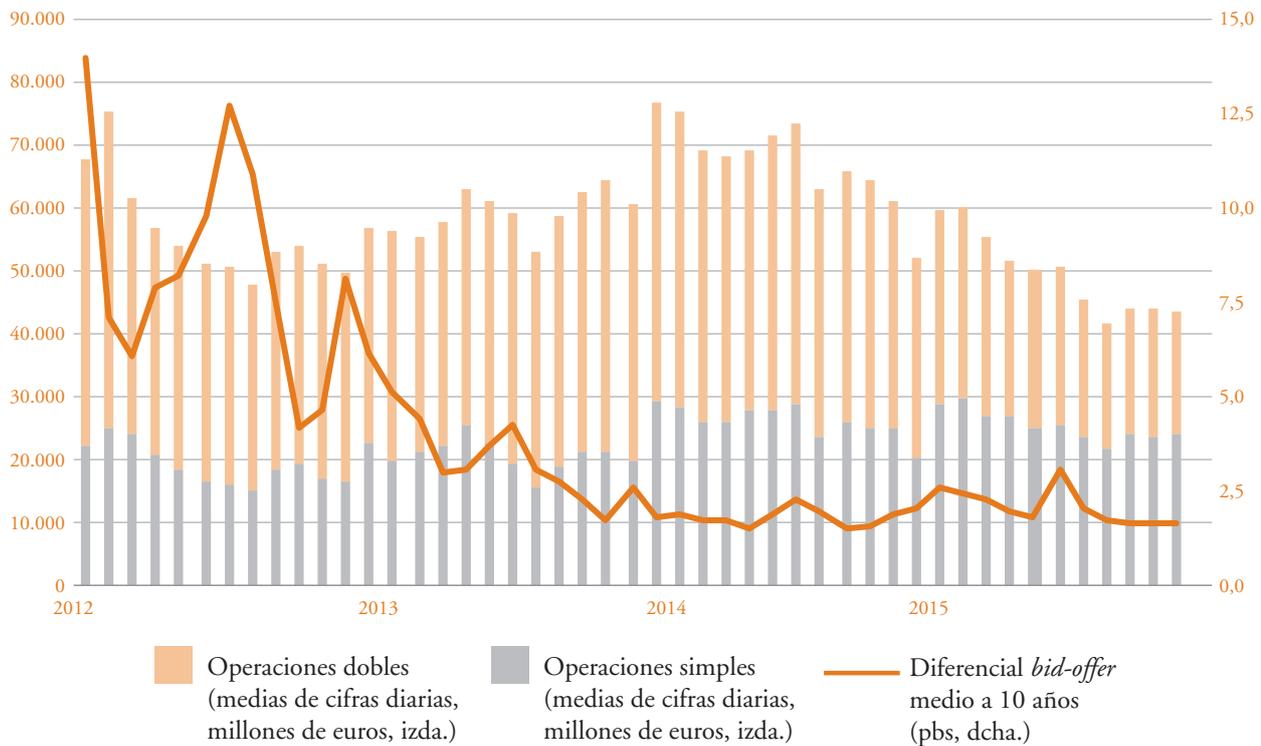


Fuente: Tesoro Público.

olvidarse, sin embargo, que en el mismo periodo los inversores no residentes han aumentado sus tenencias en otros 58.356 millones de euros.

Es importante destacar la importancia del mercado secundario de la deuda del Estado a la hora de determinar el coste al que el Tesoro se puede financiar. La estrategia de financiación —qué y cuánto emitir en cada momento— no debe perder de vista que un emisor se ve influido por el mercado secundario mientras requiera financiación recurrente. El gráfico 6 muestra la relación mes a mes entre el coste medio de la emisión de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado, que guarda relación con el diferencial entre las rentabilidades a diez años entre España y Alemania. El coste medio anual fue del 0,84%, pero el Tesoro llegó a financiarse a un tipo medio tan bajo como el 0,37% (en mayo de 2015) para luego emitir, en promedio, al 1,13% en el mes de junio. España se financia en mejores condiciones en tanto que la percepción del riesgo de invertir en ella, frente a otras inversiones alternativas, es menor.

Es por esta razón que el Tesoro Público ha de velar por la liquidez del mercado del que es emisor monopolista. La liquidez de un mercado se define como la seguridad con la que un operador compra o vende un volumen elevado del producto a un coste tolerablemente bajo. En el caso de la deuda del Estado, un mercado líquido es uno en el que abundan las contrapartidas dispuestas a comprar o vender en cada circunstancia. El gráfico 7 muestra el diferencial medio entre el precio de compra (*bid*) y venta (*offer*) que un inversor puede encontrar en el mercado secundario en el tramo de diez años; a menor diferencial, menor el coste de asumir una posición compradora e, inmediatamente después, deshacerla si se cambia de opinión. El gráfico muestra también el volumen medio de deuda del Estado que cambia de manos cada día en el mercado secundario; a mayor volumen diario negociado, mayor la probabilidad de casar compradores y vendedores con el fin de construir y desmontar inversiones al mínimo coste.

**Gráfico 7****Diferenciales *bid-offer* a 10 años, volumen de negociación media diaria de bonos y obligaciones**

Fuente: Tesoro Público.

Aunque en los últimos años se ha logrado contener el diferencial medio *bid-offer* en el mercado secundario, la negociación total ha caído con respecto a 2014 debido a la caída de la negociación en operaciones dobles –especialmente el mercado de adquisición con pacto de recompra (conocido como el mercado de repo)–. Se trata de un fenómeno extendido en los principales mercados europeos y se atribuye a las restricciones de balance que se han autoimpuesto las entidades bancarias en cumplimiento de la nueva regulación financiera.

### 3. La sostenibilidad, el principal atractivo de la deuda pública

A pesar de la reducción en la financiación bruta prevista para 2016, las necesidades de financiación seguirán siendo elevadas en los próximos años. Es por ello que

la deuda del Estado debe seguir siendo un activo atractivo para los inversores en el actual entorno de bajos tipos de interés.

El principal reclamo de toda deuda soberana es su sostenibilidad, que viene determinada por el saldo fiscal, el tipo de interés de financiación y, ante todo, por la robustez del crecimiento económico. En la medida en que se mantenga el actual ritmo de crecimiento, fruto de la reciente agenda reformista, la ratio de deuda pública sobre PIB irá paulatinamente moderándose, apuntalando el atractivo de la deuda pública española. Además, la contención fiscal de los últimos años ha permitido al Tesoro Público reducir su endeudamiento neto en más de la mitad, desde los 96.584 millones de euros en 2012 hasta los 47.716 millones de euros en 2015, la cifra más reducida desde 2007. Esta tendencia aumenta la confianza en el futuro del país, lo cual estimula la demanda por la deuda pública española,

al tratarse de activos líquidos y seguros, traduciéndose en una reducción de sus tipos de interés. Esta caída de los costes de financiación se traslada de forma paralela a los sectores productivos de la economía, generándose así un círculo virtuoso.

Para concluir, ha de tenerse muy presente que la pertenencia a la Unión Monetaria Europea es el factor que aporta al Reino de España el enorme privilegio que supone endeudarse y recaudar en la misma moneda de reserva global que comparte el mayor bloque comercial del mundo. La pertenencia de España al euro ha

sido el principal factor en su desarrollo reciente, es la principal razón por la que el mundo confía en su desarrollo futuro y debe ser, por tanto, la primera prioridad de cara a asegurar la sostenibilidad de la deuda pública española.

### BIBLIOGRAFÍA

Tesoro Público ([www.tesoro.es](http://www.tesoro.es)).  
Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)).  
Bloomberg.

## INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

### REVISTA ICE



La *Revista Información Comercial Española*, que edita el Ministerio de Economía y Competitividad, presenta un monográfico sobre España y las relaciones económicas transatlánticas, que ha sido coordinado por Pilar L'Hotellerie-Fallois, Directora General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. A partir de las contribuciones incluidas en este volumen, se plantea una panorámica variada desde las distintas aproximaciones institucionales a ambos lados del Atlántico, incorporando también la visión del sector privado. Se ha estructurado en tres grandes bloques. Un primer grupo de artículos se centra en el análisis de las perspectivas, tendencias y desafíos a los que se enfrentan EE UU y América Latina. El segundo bloque analiza el marco institucional de los acuerdos comerciales transatlánticos y su inserción en el resto de acuerdos comerciales globales, y un tercer bloque en el que se abordan las relaciones bilaterales de España con EE UU y América Latina, así como las oportunidades de inversión en los próximos años. En la sección de Tribuna se incluye un trabajo de investigación en el que las autoras elaboran un estudio sobre los factores que propician la venta por teléfono móvil en las empresas españolas.

**Número de páginas:** 192

**Precio del nº pdf:** 3,67 €(IVA incluido)

**Suscripción de** 6 núm./año

**Acceso y precios en:**

<http://www.revistasice.com>

**Email:** [distribucionpublicaciones@mineco.es](mailto:distribucionpublicaciones@mineco.es)

Librería virtual, suscripción y venta [www.mineco.gob.es](http://www.mineco.gob.es)

Pº de la Castellana, 162

28046 Madrid. Telf.: 91 603 79 97

## EL ESTADO Y SU ESTRATEGIA CENTRALIZADORA DE LA DEUDA AUTÓNOMICA

**Salvador Jiménez y César Cantalapiedra**

*Analistas Financieros Internacionales*

### RESUMEN

Los mecanismos facilitados por el Estado central para financiar a los gobiernos autonómicos han adquirido un peso cada vez mayor. Los Fondos de Financiación (FFCA) representan ya la mitad del endeudamiento autonómico, en un proceso que ha permitido reducir la carga financiera a cambio de ceder autonomía financiera. Las condiciones excepcionales de financiación de los FFCA, con tipos de interés subvencionados, han sido determinantes en la reducción de la actividad emisora a tan solo tres gobiernos: los forales y Madrid. Esta estrategia implica ventajas e inconvenientes que deben valorarse por sus efectos en el corto y en el largo plazo.

### PALABRAS CLAVE

Fondos de Financiación para las Comunidades Autónomas, Facilidad Financiera, Fondo de Liquidez Autonómica, Autonomía financiera, Centralización, Condicionalidad, Consolidación fiscal.

### 1. El papel del Estado como prestamista a las CC.AA.

La actividad en el mercado de deuda autonómica está siendo cada vez más reducida, a pesar de las condiciones tan propicias en los mercados de bonos en 2015. El mayor atractivo del Fondo de Financiación para las comunidades autónomas (FFCA) ha terminado sacando a casi todas las comunidades autónomas (CC.AA.) de los mercados, con las únicas excepciones de País Vasco, Navarra y Madrid.

En los casos de País Vasco y Navarra, financiaron todas sus necesidades del ejercicio con préstamos o valores, mientras que la Comunidad de Madrid optó por adherirse en la segunda mitad del año a los mecanismos de liquidez para financiar déficit de ejercicios anteriores y mejorar su periodo medio de pago. Con una oferta tan reducida de endeudamiento neto, la demanda de nuevas operaciones por parte de los inversores ha equiparado tanto las condiciones de los préstamos y valores que, por ejemplo, Navarra ha cubierto todo su endeudamiento través de préstamos, cuando tradicionalmente financiaba sus necesidades a través de valores. Por lo tanto, el mercado primario de valores se redujo solamente a País Vasco y Madrid.

El hecho de que la mayor parte de las CC.AA. se adhiriesen al FFCA, incluso aquellas que tradicionalmente se financiaban en mercado, se explica porque las condiciones que se ofertaron eran difícilmente rechazables para la mayoría de ellas, a pesar de las connotaciones re-centralizadoras que se derivan. Para aquellas que se adhirieron, por cumplir los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y periodo medio de pago, al compartimento de la Facilidad Financiera (FF), además de estar sujetos a una condicionalidad mucho más limitada que la del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), el tipo de interés fijado fue del 0% durante los tres primeros años –en el FLA solo es el primer año– y un tipo fijo del 0,834% a partir de entonces –son préstamos a diez años con un plazo de carencia de dos años–.

Todo ello ha supuesto que el FFCA suponga a cierre del tercer trimestre de 2015 (1) un 45% del total de deuda autonómica y posiblemente a cierre del ejercicio represente la mitad. De hecho, en seis CC.AA. su peso es ya superior al 58%, elevándose en la Comunidad Valenciana al 67%.

La decisión de Navarra y País Vasco de no adherirse al FFCA hay que entenderla por la pérdida de parte de su autonomía financiera ya que la adhesión implica

**Cuadro 1****Emisiones autonómicas en 2015**

CC.AA.	Volumen	Fecha de emisión	Cupón	Fecha de vencimiento
Madrid	1.804	27-feb-15	1,826%	30-abr-25
Madrid	115	5-mar-15	2,650%	5-mar-45
Madrid	586	12-mar -15	2,080%	12-mar-30
País Vasco	225	13-abr-15	1,250%	13-abr-23
Madrid	10	6-may-15	1,025%	6-jun-21
Madrid	500	8-may-15	1,189%	8-may-22
País Vasco	100	22-oct-15	1,250%	13-abr-23
País Vasco	100	22-nov-15	1,250%	13-abr-23

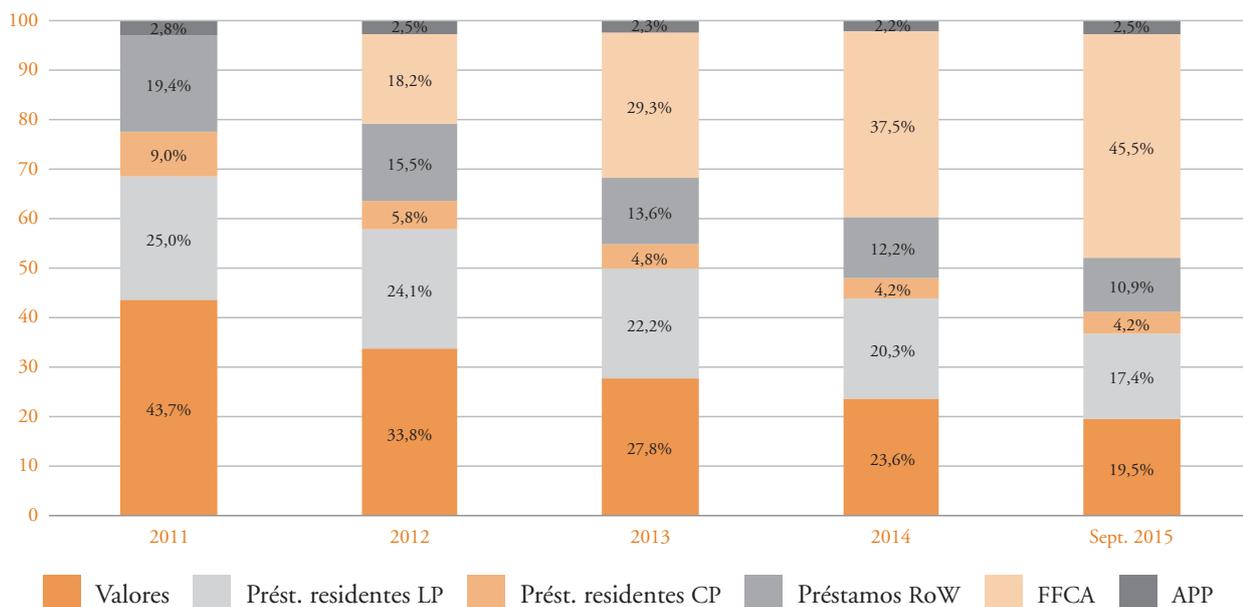
Fuente: Bloomberg.

autorización del Tesoro para cualquier operación que suponga contratar nueva deuda a largo plazo, ya sea con emisiones o a través de préstamos –sin perjuicio de la autorización del Consejo de Ministros en el caso

de emisiones– y por efectos colaterales, como el impacto sobre la calidad crediticia. De hecho, algunas agencias de calificación adelantaron el riesgo de que la adhesión de algunas de estas dos CC.AA., con un

**Gráfico 1****Distribución de deuda autonómica por prestamista**

Datos en porcentaje



Fuente: MINHAP.

**Cuadro 2****Reparto del Fondo de Financiación a CC.AA. en 2015**

CC.AA.	Facilidad financiera	FLA	Fondo social	Total	Porcentaje S/Total
Andalucía	3.577,3	—	82,7	3.660,0	9,6%
Aragón	1.474,4	—	14,3	1.488,7	3,9%
Asturias	590,2	—	—	590,2	1,6%
Baleares	1.162,3	—	34,6	1.196,9	3,1%
Canarias	1.006,2	—	—	1.006,2	2,6%
Castilla y León	2.060,6	—	—	2.060,6	5,4%
Extremadura	757,2	—	9,8	767,0	2,0%
Rioja	273,1	—	—	273,1	0,7%
Galicia	1.605,3	—	—	1.605,3	4,2%
Madrid	1.819,8	—	—	1.819,8	4,8%
Cantabria	—	507,3	—	507,3	1,3%
Castilla-La Mancha	—	1.447,3	22,9	1.470,2	3,9%
Cataluña	—	11.293,2	398,0	11.691,2	30,7%
Murcia	—	1.156,9	1,4	1.158,3	3,0%
Valencia	—	8.639,9	120,4	8.760,3	23,0%
<b>Total</b>	<b>14.326,2</b>	<b>23.044,6</b>	<b>684,1</b>	<b>38.054,9</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: MINHAP.

rating mejor que el del soberano, pudiera implicar una equiparación frente a este.

## 2. En un entorno de bajos tipos de interés

El entorno de tipos de interés en mínimos históricos, propiciado por las políticas expansivas cada vez más acentuadas del Banco Central Europeo (BCE), pudo aprovecharse para refinanciar aquellas operaciones con un coste más elevado, especialmente en la primera mitad de 2015. No obstante, este proceso se paralizó como consecuencia de que la comisión delegada del Gobierno para Asuntos Económicos trasladó a las CC.AA. su intención de destinar el remanente del

FFCA sobrante a refinanciar aquellas operaciones que no se hubiesen podido materializar antes del 30 de junio. Para ello se diseñó una hoja de ruta que generó algunas tensiones entre los bancos y los prestatarios –y el Tesoro en su papel de tutela– de forma innecesaria porque, finalmente, se optó por destinar este remanente a financiar las desviaciones de déficit público de ejercicios anteriores.

Aunque el proceso de refinanciación previsiblemente tendrá que seguir completándose en los próximos meses, los efectos de la renegociación y las excepcionales condiciones fijadas para el FFCA –que alcanzó también a las operaciones vivas del FLA y del FFPP (2) de años anteriores– ha provocado una importante reducción

en la carga financiera de los presupuestos autonómicos que, en todo caso, ha generado importantes asimetrías entre los diferentes territorios en función del nivel de endeudamiento asumido con el FFCA. En cualquier caso, este ahorro en gastos financieros costeados parcialmente por el Tesoro ha permitido que el Gobierno retrasara el debate de reforma del modelo de financiación autonómica confiando en que mejoren las disponibilidades de recursos en el futuro.

En este entorno, aunque el Tesoro se está financiando a tipos de interés negativos en los plazos más cortos, esta situación aún no se ha producido en el ámbito autonómico debido al diferencial que se aplica a las CC.AA. y a que las entidades financieras han tratado de establecer *floors* en el 0%, aunque se haya compensado a través de un tipo de interés ofertado inferior –dado que así lo exige la resolución que regula el Principio de Prudencia Financiera–. Esta resolución de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera establece una serie de condiciones que han de cumplir las operaciones de endeudamiento de las comunidades

autónomas. Las entidades financieras no la han recibido con buen agrado por tener un sesgo demasiado intervencionista –además su ámbito de aplicación se ha extendido a la totalidad de las CC.AA., no solo a las que se encuentran adheridas al FFCA–.

### 3. Menos referencias líquidas en el mercado secundario

Consecuencia de la existencia del FFCA, la liquidez del mercado secundario de valores autonómicos se ha ido estrechando cada vez más. De hecho, en los tres primeros trimestres de 2015 el saldo vivo de valores se ha reducido en 7.000 millones de euros. Esta tendencia, que viene desencadenándose desde que se crearon los mecanismos de apoyo por el Estado para financiar a las CC.AA. en 2012, ha propiciado que la nueva medida acordada por el BCE de extender su programa de compras a la deuda regional y local apenas tenga impacto potencial en términos de volumen sobre la deuda autonómica española. Además, las condiciones existentes

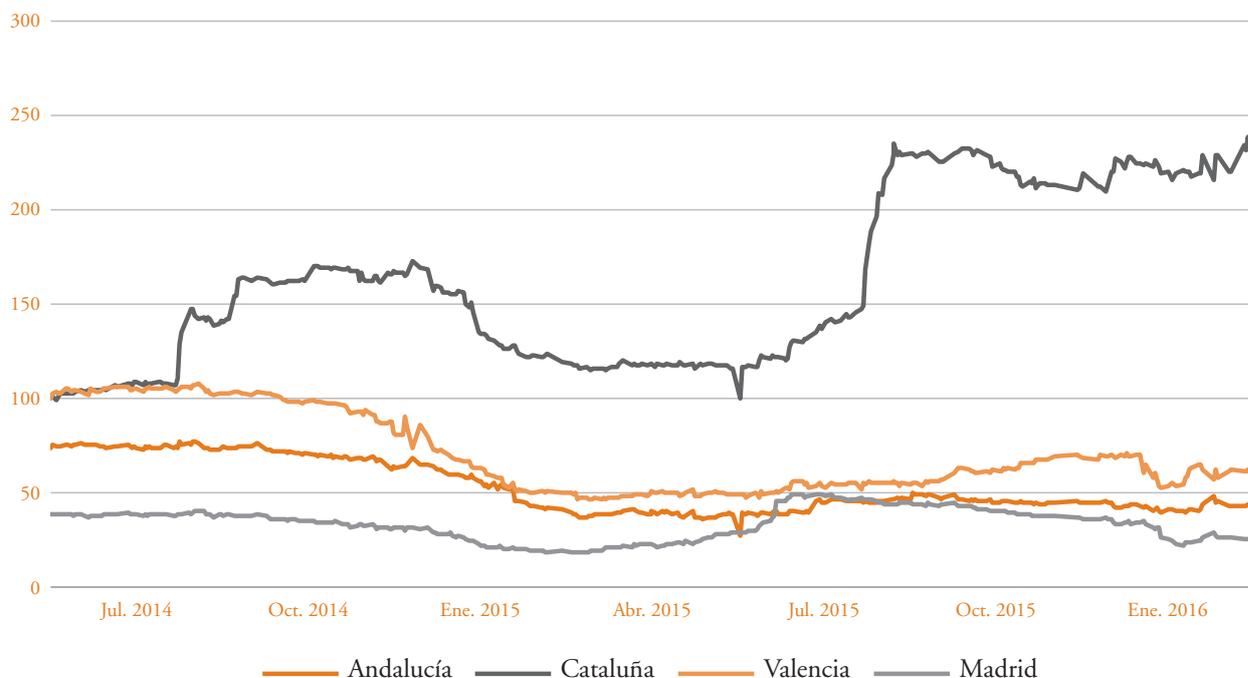
**Cuadro 3**  
Referencias líquidas de valores autonómicos

Emisor	Cupón	Vencimiento	Emisor	Cupón	Vencimiento
Andalucía	5,2	15-07-19	Madrid	5,75	01-02-18
Andalucía	4,85	17-03-20	Madrid	4,99	17-06-18
Aragón	2,875	10-02-19	Madrid	2,875	06-04-19
Aragón	8,25	17-01-27	Madrid	4,688	12-03-20
Baleares	4,796	04-03-20	Madrid	4,125	21-05-24
Castilla y León	6,27	19-02-18	Madrid	4,3	15-09-26
Castilla y León	6,505	01-03-19	Madrid	5	12-02-36
Castilla y León	4	30-04-24	Navarra	3,587	14-02-22
Cataluña	4,75	04-06-18	País Vasco	4,15	28-10-19
Extremadura	3,875	14-03-24	País Vasco	4,6	07-01-25
Galicia	6,131	03-04-18	Valencia	4,9	17-03-20
Galicia	4,805	26-03-20			

Fuente: Afi, Bloomberg.

**Gráfico 2****Evolución de los diferenciales autonómicos frente al Tesoro**

Datos en puntos básicos



Fuente: Afi, Bloomberg.

para ejecutar esas compras (se exige que la deuda esté denominada en euros, obtenga *rating* grado de inversión, y reste una vida residual de dos a treinta años y hasta un máximo del 33% de la deuda de un mismo emisor) limitan el volumen máximo de adquisición a 9.500 millones de euros –el saldo vivo en valores es de 49.300 millones de euros–.

En estos momentos apenas existen una veintena de bonos con cierta liquidez, por lo que la actividad en el mercado secundario es irrelevante, a pesar del apetito inversor por este tipo de valores debido a los *spread* que ofrecen frente a las referencias del Tesoro.

La evolución de los diferenciales autonómicos constata una clara reducción de las primas de riesgo, reflejo indirecto de la escasa oferta de papel y del establecimiento de los mecanismos de apoyo estatales para financiar a las CC.AA. Los diferenciales se han estabilizado claramente por debajo de los cien puntos básicos (pb), con un comportamiento hete-

rogéneo entre los apenas 10-20 pb de los gobiernos mejor valorados, a los 70-100 pb de aquellos que generan más dudas.

La única excepción la constituye la deuda catalana, sujeta a episodios de mucha mayor volatilidad al calor del curso de la agenda política y de la hoja de ruta definida por la Generalitat para alcanzar una eventual independencia. Desde que el pasado verano se formara la coalición *Junts pel sí*, el diferencial se tensionó hasta 250 pb, nivel en el que se ha estabilizado con un comportamiento claramente divergente frente al resto de CC.AA.

Esta distinta evolución entre Cataluña y el resto de comunidades también se ha producido en las calificaciones crediticias de las distintas agencias. Por ejemplo, Standard & Poor's el pasado octubre elevó la calificación crediticia de Madrid, Canarias y Galicia y, sin embargo, rebajó la deuda catalana de BB a BB-. El principal argumento utilizado era el *alto riesgo* que supone la

**Cuadro 4**  
**Ratings autonómicos**

CC.AA.	Moodys	Standard & Poor's	Fitch
Andalucía	Ba1	BBB	BBB-
Aragón	—	BBB	—
Asturias	—	—	BBB
Baleares	—	BBB-	—
País Vasco	Baa1	A	BBB+
Canarias	—	BBB+	BBB-
Cantabria	—	—	BBB
Castilla-La Mancha	Ba2	—	BBB-
Castilla y León	Baa2	—	—
Cataluña	Ba2	BB-	BB
Extremadura	Baa3	BBB	—
Galicia	Baa2	BBB+	—
Rioja	—	—	BBB
Madrid	Baa2	BBB+	BBB
Murcia	Ba2	—	BBB-
Navarra	—	A	—
Valencia	Ba2	BB	BBB-

Fuente: MINHAP.

falta de comunicación y coordinación entre el Estado y Cataluña. Más llamativo ha sido el pronunciamiento de Fitch. Esta agencia con anterioridad estableció que todas las autonomías españolas iban a tener un *rating* mínimo de BBB- mientras existiese el apoyo estatal a la financiación autonómica. Pero el pasado noviembre, al margen del calendario de revisión, decidió recortar el *rating* de Cataluña en dos escalones, situándolo en BB y pasando de esta manera a bono basura.

#### 4. Poca actividad emisora prevista para 2016

Parece plausible pronosticar que las dos CC.AA. que no se han adherido hasta el momento al FFCA –País Vasco

y Navarra– permanezcan fuera del mecanismo. Queda por ver la decisión que adoptan aquellas CC.AA. con capacidad para financiarse en mercado e incumplan los objetivos de 2015. El incumplimiento deriva en la obligación de adherirse al FLA en vez de a la Facilidad Financiera, esto supone la sujeción a una mayor condicionalidad y dado que posiblemente los costes no sean tan beneficiosos como 2015 algunas podrían replantearse la decisión de seguir ligados al FFCA.

En caso de que algunas de ellas decidan, finalmente, financiarse en mercado, serán varios los factores que contribuirán a facilitar el acceso al mercado a tipos competitivos:

- La escasez de papel autonómico en el mercado permitirá tener una demanda superior al papel que se oferte.
- El interés de los inversores extranjeros en deuda autonómica tendrá que concentrarse en las pocas emisiones que se lancen al mercado primario.
- La continuidad de las medidas expansivas del BCE y la decisión de ampliar las compras de deuda al papel autonómico en el mercado secundario debe consolidar la reducción que se ha observado en los diferenciales en las últimas semanas de 5-10 pb en los bonos de las CC.AA. frente al Tesoro.

Para el ejercicio 2016 estimamos un aumento de la deuda autonómica equivalente al 1% del PIB, explicado por el exceso de déficit que prevemos para el ejercicio 2015 –seis o siete décimas de PIB– más el objetivo de déficit establecido para 2016 –0,3% del PIB–. La cantidad prevista en los Presupuestos Generales del Estado para dotar el FFCA en 2016 –25.000 millones de euros– se presume suficiente para cubrir todas las necesidades del ejercicio.

### 5. Ventajas, inconvenientes y otras consideraciones

Nunca fue tan fácil para las comunidades autónomas financiar su déficit como en 2015. Los mecanismos de liquidez que el Estado central ha diseñado para apoyar a las administraciones territoriales han recibido una respuesta casi unánime de los gobiernos regionales. Con unas cláusulas que subvencionan el coste de la deuda durante los tres primeros años –tipo de interés 0% y posteriormente un tipo fijo equivalente al coste del Tesoro–, sin aparentemente ningún tipo de condicionalidad, se hacía difícil rechazar la propuesta de adhesión a la Facilidad Financiera.

La decisión, sin embargo, no es neutra, no solo porque supone ceder autonomía financiera y una mayor capacidad de control por parte del Estado, sino porque rompe con la estrategia de las comunidades autónomas de mantener una presencia recurrente en los mercados internacionales. Ausentarse de los mercados durante un periodo breve de tiempo puede no resultar tan determinante, pero implica el riesgo de tener que asumir costes de reentrada en el futuro.

Desde luego, si el objetivo es que el FFCA suponga la centralización de la financiación a través del Tesoro de forma definitiva de todos los gobiernos autonómicos, como parece que ha sido la intención de las medidas anunciadas, se echa de menos que la hoja de ruta contemple un horizonte temporal más amplio que permita tomar decisiones coherentes en el medio plazo. Pero si esta política no es compartida ni va a tener continuidad en los próximos años, habrá que realizar grandes esfuerzos para recuperar la credibilidad perdida entre los inversores.

Ambas opciones pueden ser igualmente válidas pero conllevan ventajas e inconvenientes que conviene sopesar adecuadamente por todas las partes. Que el Estado central siga garantizando las necesidades de financiación de las comunidades autónomas impide que reaparezcan los temores de un impago de la deuda a nivel regional que pueda contagiar la percepción de riesgo soberano o de otros subsoberanos. Y las ventajas también son más que visibles en la liquidez disponible y en la reducción de los periodos medios de pago a los proveedores, porque estos mecanismos han permitido financiar no solo los vencimientos de la deuda y los déficits comprometidos sino también las desviaciones sobre los objetivos de ejercicios anteriores.

Pero que el Tesoro asuma el respaldo de la deuda autonómica –representa un 25% del total de la deuda pública– no está exento de costes. De los 1,2 puntos porcentuales que está pagando de prima por riesgo el tesoro español sobre la deuda alemana a largo plazo en estos comienzos de año, ¿cuánto se debe a este respaldo? La respuesta no es baladí, porque es evidente que la deuda del Tesoro es la referencia para todos los emisores españoles, tanto públicos como privados, y por lo tanto tiene consecuencias en el coste de financiación de las empresas.

Y, por otro lado, se pueden generar efectos perversos en el proceso de consolidación fiscal. Hay muchas razones que pueden justificar el incremento en los incumplimientos de déficit de las comunidades autónomas –en 2014 incluso aumentó el saldo negativo respecto a un año antes a pesar de la clara mejoría en el ciclo económico–, pero es manifiesto que los gobiernos regionales cumplidores ya no lo son tanto, más allá de lo justifica-

do que esté el reparto de cargas en la reducción del déficit entre los diferentes niveles de la Administración. El escrutinio de los mercados condiciona el comportamiento fiscal de los prestatarios públicos, pero en un contexto de acceso subvencionado a las necesidades de financiación, la presión sobre las haciendas autonómicas se diluye considerablemente.

La reforma de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) introdujo medidas para que el Tesoro se cubriera de los riesgos de un deterioro en la solvencia de las CC.AA.; el importe de la garantía puede alcanzar incluso el 25% de los recursos líquidos que las comunidades autónomas de régimen común reciben cada mes como entrega a cuenta o liquidación del sistema de financiación. No obstante, como esta garantía es independiente de las obligaciones de pago contraídas con los mecanismos de financiación, si el servicio de la deuda fuera superior a este importe, como sucede en algunos casos, su efecto disuasorio es relativo. Más aún cuando el impago de esta deuda al Estado no se considera un evento de crédito o *default* por parte de las agencias de calificación porque no está recogida en igualdad de condiciones que la deuda bancaria o de valores.

Bajo estas premisas, las comunidades autónomas más endeudadas tienen pocas alternativas e incentivos a

cambiar su política financiera. En cambio, las regiones con una mejor solvencia y con capacidad de salir al mercado tendrán que volver a discernir entre las condiciones ventajosas que ofrezca la Facilidad Financiera o que demanden los inversores, sabiendo, a diferencia de otros ejercicios, que en este caso el Banco Central Europeo está dispuesto a adquirir un tercio de los valores que emitan los gobiernos regionales que puedan exhibir riesgo de inversión.

En definitiva, a priori todas las administraciones públicas deberían seguir reduciendo el coste de la deuda pública en 2016. Pero estas condiciones tan favorables deberían aprovecharse para tomar medidas que permitan gestionar de forma eficiente el reparto de los riesgos entre el Gobierno central y las regiones, definiendo una estrategia consensuada y conocida por todos, porque más tarde o más temprano los vientos de cola desaparecerán y aumentará el lastre por financiar una deuda pública equivalente al PIB.

#### NOTAS

- (1) Último dato publicado por el Banco de España en la fecha de elaboración de esta publicación.
- (2) La mejora en el coste del Fondo de Liquidez Autonómico de los años 2012, 2013 y 2014, así como del Fondo de Financiación de Pago a los Proveedores, en algún caso permitió una reducción desde el 5% al 0,834%.

# el nuevo lunes

de la economía y la sociedad

CADA SEMANA EN SU QUIOSCO

Síguenos en: [www.elnuevolunes.es](http://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**, **Nuevas Tecnologías de la Información**, **Mercados Emergentes** y **Golf**



**EL NUEVO LUNES: información y análisis con criterio propio**

## EL SECTOR PÚBLICO LOCAL

**Alain Cuenca**

*Universidad de Zaragoza*

### RESUMEN

En este trabajo se analizan las principales novedades del sector público local en 2015. Los datos disponibles muestran que las administraciones locales han mantenido el superávit de sus cuentas en 2015 en torno a 0,5% del PIB. Ello permite anticipar que en 2016 continuarán con el proceso de consolidación fiscal y que, como mínimo, no incrementarán la deuda.

### PALABRAS CLAVE

Presupuesto y gasto de la administración estatal, autonómica y local, Previsiones presupuestarias, déficit y deuda.

Para las administraciones locales el año 2015 ha sido otro ejercicio positivo desde el punto de vista de los datos económico-financieros. Empezamos este artículo con la descripción de los hechos más relevantes. El segundo apartado se dedica al estudio de la situación económica y financiera de las administraciones locales a lo largo del año a la luz de los datos disponibles. Y en el tercer apartado concluimos enjuiciando las perspectivas para 2016.

### 1. Algunos acontecimientos relevantes

En el año 2015 las administraciones locales en España han renovado sus órganos de gobierno como consecuencia de las elecciones locales celebradas el 24 de mayo. Se han elegido 8.122 alcaldes, seis más que en 2011, continuando así con la tendencia a la creación de nuevos municipios. En concreto, en 2015 se han creado cuatro nuevos municipios de menos de 1.000 habitantes (1), lo que parece contradecir lo previsto en el artículo 13.2 de la Ley de bases de régimen local en la redacción dada por la Ley 27/2013 de racionalización y sostenibilidad de la administración local (LRSAL) que establece: *La creación de nuevos municipios solo podrá realizarse sobre la base de núcleos de población territorialmente diferenciados, de al menos 5.000 habitantes y siempre que los municipios resultantes sean financieramente sostenibles, cuenten con recursos suficientes para el cumplimiento de las competencias municipales y no suponga*

*disminución en la calidad de los servicios que ventan siendo prestados.* Si bien la LRSAL tenía entre sus objetivos declarados la racionalización del mapa municipal, entendida como la reducción del número de municipios, los instrumentos que diseñó para ello no parecen estar dando frutos por el momento.

A efectos económicos, la principal novedad en el régimen local fue la creación en diciembre de 2014 del Fondo de Financiación a Entidades Locales que inició su andadura en 2015 (2). Dicho fondo se subdivide en tres compartimentos: Fondo de Ordenación, Fondo de Impulso Económico y Fondo en Liquidación para la financiación de los pagos a proveedores de entidades locales. El Fondo de Ordenación se dirige a los municipios que se encuentran en una situación de riesgo financiero, que no puedan refinanciar las operaciones de crédito en las condiciones de prudencia financiera que se fijen o que incumplan de forma persistente el plazo máximo de pago establecido en la normativa de morosidad. Al Fondo de Impulso Económico podrán adherirse las entidades locales que se encuentren en una posición financiera saneada, con cumplimiento de los objetivos y límites que establece la normativa de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera o la reguladora de las haciendas locales.

Los dos fondos citados también permitirán afrontar la ejecución de sentencias firmes merced a una disposición introducida en la Ley orgánica 6/2015 de

modificación de la LOFCA y de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. Para ello se preveía una dotación de 300 millones y el requisito de crear en los presupuestos de cada entidad local beneficiaria el concepto de Fondo de Contingencia, para hacer frente en el futuro a obligaciones imprevistas de esta clase. En abril de 2015 se concedieron 98,21 millones en préstamos con cargo al Fondo de Ordenación y en diciembre otros 524,47 millones. En las mismas fechas se concedieron 14,91 millones y 181,47 millones con cargo al Fondo de Impulso Económico. En total, el Fondo de Financiación de Entidades Locales inyectó liquidez a los municipios por importe de 819,06 millones de euros.

Además, se constituyó un fondo social para financiar los pagos de CC.AA. de los convenios con las EE.LL. para la prestación de servicios sociales. Este fondo, al que se adhirieron las comunidades de Andalucía, Aragón, Baleares, Castilla-La Mancha, Cataluña, Extremadura, Región de Murcia y la Comunidad Valenciana, ha permitido que 2.647 ayuntamientos cobren 683 millones de euros para satisfacer las deudas que mantenían las CC.AA. citadas por convenios con las EE.LL. para la prestación de servicios sanitarios, educativos, servicios sociales y fomento del empleo. A diferencia del fondo de financiación, que otorga préstamos en condiciones favorables, se trata en este caso de recursos no financieros para las entidades locales beneficiarias, dado que quien se endeuda son las CC.AA.

Una última novedad, más estética que de consecuencias financieras relevantes, es la entrada en vigor de la limitación de sueldos y del número de cargos con dedicación exclusiva que estableció la LRSAL. Así, en las corporaciones elegidas el 24 de mayo de 2015 las retribuciones máximas están limitadas en función del tamaño de los municipios y el número de concejales que pueden tener dedicación exclusiva es inferior al de los concejales electos. Por ejemplo, en una ciudad que elige 31 concejales, solo 22 como máximo pueden tener dedicación exclusiva (art. 75ter de la Ley reguladora de las bases de régimen local). Más allá del ahorro económico que ello pueda suponer, esta medida podría ser positiva en el sentido de asegurar una mejor conexión de la política local con la sociedad real a la que representa.

## 2. Situación económico-financiera de las entidades locales en 2014

El estado de las cuentas de municipios y provincias en España mantuvo su buena salud en 2015. Los datos disponibles de Contabilidad Nacional se refieren al tercer trimestre, de modo que para elaborar el cuadro 1 hemos proyectado el total del año suponiendo que en el cuarto trimestre de 2015 se repite el comportamiento observado en media del cuarto trimestre de los años 2012 a 2014. Con esta suposición, podemos estimar que el superávit del sector local se situará en torno a 5.300 millones de euros, aproximadamente el 0,49% del PIB. Con ello, las entidades locales son las únicas administraciones en España que están reduciendo su deuda como puede apreciarse en el gráfico 1. No obstante, se rompe la tendencia al incremento del superávit de los tres años anteriores, siendo en 2015 por primera vez inferior al superávit del ejercicio precedente.

Veamos con algo más de detalle lo sucedido en 2015. Los recursos totales de las EE.LL. han crecido un 2,5%, destacando el incremento de los recursos de capital (9,8%). La estructura financiera de las EE.LL. incluye dos componentes principales: los tributos, que representan más del 53% de los recursos corrientes y han crecido en 2015 un significativo 6,7%. Por otra parte, las transferencias corrientes de otras AA.PP. (esencialmente el Estado) que han crecido 1,3% y vienen a suponer el 33% de los ingresos corrientes. La teoría del federalismo fiscal no proporciona una referencia exacta sobre cómo deben ser los ingresos de los gobiernos locales, pero podemos afirmar que es adecuado lo que sucede en España: más de la mitad de los recursos de las entidades locales provienen de tributos que pagan los residentes en cada circunscripción.

Por su parte, los recursos de capital han vuelto a crecer por segundo año consecutivo, unos 400 millones más que representan un incremento de 9,8%. Nótese, por tener una referencia, que en el momento álgido de la burbuja inmobiliaria en 2007 estos ingresos llegaron a 7.057 millones y han cerrado 2015 en torno a los 4.500 millones de euros, todavía lejos de aquel máximo.

**Cuadro 1****Operaciones no financieras de la administración local. SEC 2010**

Datos en millones de euros

Conceptos	2012	2013	2014	2015	Variación 2014/15
<b>RECURSOS NO FINANCIEROS</b>	<b>64.854</b>	<b>66.433</b>	<b>67.821</b>	<b>69.506</b>	<b>2,5%</b>
RECURSOS CORRIENTES	60.876	62.693	63.731	65.077	2,1%
De los que total impuestos	30.058	31.327	32.438	34.597	6,7%
De los que transferencias corrientes entre administraciones públicas	20.615	21.545	21.513	21.784	1,3%
RECURSOS DE CAPITAL	3.978	3.740	4.090	4.490	9,8%
<b>EMPLEOS NO FINANCIEROS</b>	<b>61.547</b>	<b>60.744</b>	<b>61.883</b>	<b>64.234</b>	<b>3,8%</b>
EMPLEOS CORRIENTES	55.427	54.997	55.188	56.733	2,8%
De los que remuneración de asalariados	20.257	20.574	20.660	20.725	0,3%
De los que consumos intermedios	19.786	19.240	19.122	19.597	2,5%
EMPLEOS DE CAPITAL	6.120	5.747	6.695	7.483	11,8%
De los que formación bruta de capital fijo	5.014	4.905	5.595	6.724	20,2%
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>	<b>3.307</b>	<b>5.689</b>	<b>5.938</b>	<b>5.272</b>	<b>-11,2%</b>

Fuente: Intervención General de la Administración del Estado (fecha actualización 22 de diciembre 2015). Para 2015, estimación propia.

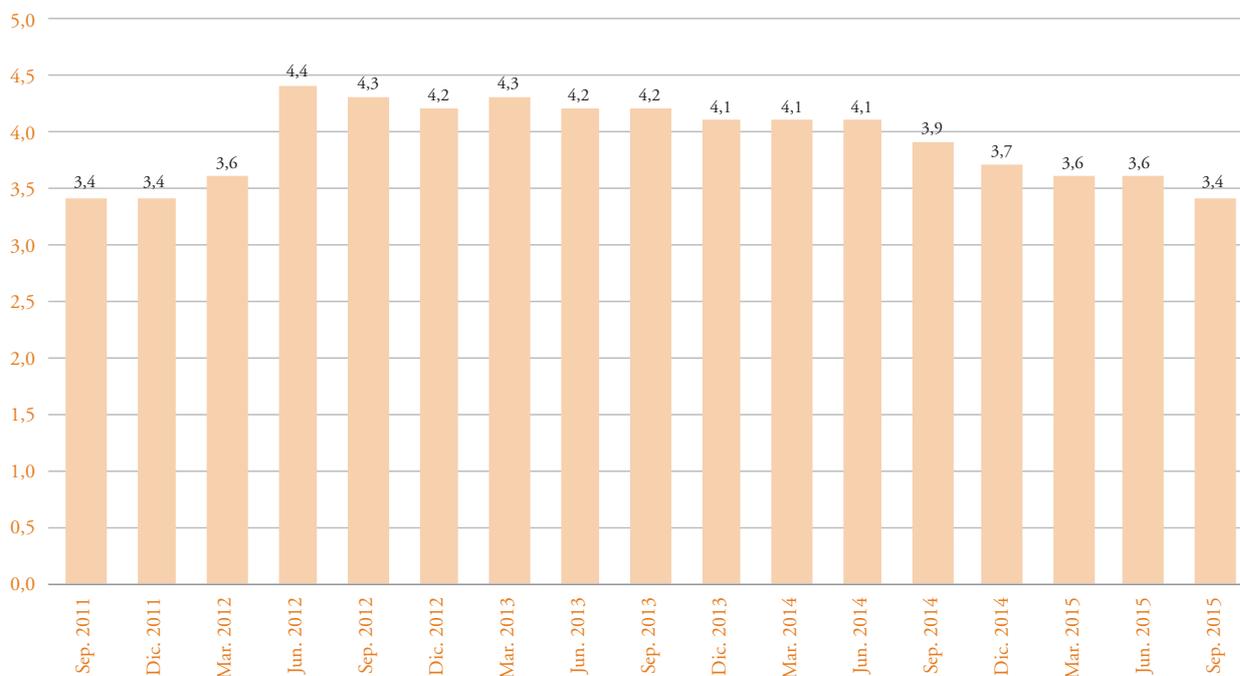
Por lo que se refiere a los gastos, el total de empleos no financieros aumenta en 2015 un 3,8%, esto es a mayor ritmo que los ingresos, y los gastos de capital se disparan, creciendo un 11,8%. Ello refleja una recuperación de la inversión probablemente ligada al ciclo electoral y al propio crecimiento de los ingresos de capital. La referencia previa a la crisis sitúa los gastos de capital en 2007 en 15.053 millones, el triple que en 2015, por lo que no hemos vuelto a aquellos excesos. Sin embargo, parece dibujarse un regreso de la intensidad de la inversión pública local en 2014 y 2015. En cuanto a los gastos corrientes, han aumentado un 2,8%, aunque se mantiene cierta contención en el crecimiento de los gastos de personal (0,3%). El año 2015 ha sido el último de congelación salarial, de modo que el incremento del 1% incluido en los presupuestos generales del Estado para 2016 dará por concluido el ajuste de esta partida que ha crecido muy poco desde 2012.

Por lo que se refiere al endeudamiento, el gráfico 1 muestra la evolución desde el tercer trimestre de 2011 hasta el tercer trimestre de 2015, último disponible en el momento de redactar estas líneas. El endeudamiento local ha regresado al 3,4% del PIB que tenía cuatro años antes y se mantiene, de forma agregada, dentro de magnitudes sostenibles. Además, si se observa la trayectoria desde el segundo trimestre de 2012, cuando el Fondo de Pago a Proveedores transformó deuda comercial en deuda pública a efectos del Protocolo de Déficit Excesivo e impulsó la deuda casi un punto de PIB, las EE.LL. han realizado un esfuerzo de reducción muy notable, del orden de un punto de PIB nacional.

Expresada en euros, la reducción en un año –entre el tercer trimestre de 2014 y el tercero de 2015– alcanza los 4.028 millones (9,9%). De ellos, 3.549 millones se deben a menor deuda de ayuntamientos, de los

**Gráfico 1****Deuda de las entidades locales**

Datos en porcentaje PIB

Fuente: Banco de España, *Boletín estadístico*.

que 1.619 millones se ha producido entre los ayuntamiento de más de 500.000 habitantes. Es destacable que el Ayuntamiento de Madrid, el más endeudado en términos absolutos, haya reducido su deuda en 1.324 millones (19,2%), algo más que la media de los grandes ayuntamientos (15,3%). Por su parte, las diputaciones, consejos y cabildos insulares han reducido su deuda en 461 millones, un 6,6% respecto a la que tenían un año antes.

**3. Perspectivas para 2016**

Según los presupuestos generales del Estado en vigor para 2016, las entidades locales verán incrementada la financiación procedente del Estado en un 3,1%, lo que afectará positivamente a un tercio de sus recursos no financieros como hemos visto más arriba. Frente a este dato positivo, una parte de los ayuntamientos soportarán una pérdida de ingresos al concluir el periodo de aplicación del recargo sobre los tipos impositivos

del impuesto sobre bienes inmuebles, que se estableció inicialmente para los años 2012 y 2013 y que se prorrogó después para los años 2014 y 2015. Finalmente, si continúan las tendencias apuntadas en 2015 de mejora de los ingresos de capital, pero también de aumento de los gastos de inversión, cabe esperar una nueva reducción del superávit. Recuérdese que el objetivo de estabilidad presupuestaria se sitúa en 0% para 2016 y el de deuda en el 3,4% del PIB, objetivos perfectamente alcanzables por el sector público local.

Las elecciones de 2015 han llevado al frente de algunos grandes municipios a candidaturas alternativas a los partidos políticos tradicionales y han cambiado la orientación mayoritaria. Sin embargo, como hemos visto, ello no ha afectado a la buena salud económico-financiera del sector en 2015. Puede haber la duda de si las nuevas autoridades en grandes ciudades como Madrid, Barcelona o Zaragoza podrían conducir a un deterioro de las cuentas del sector local, pero el marco legal en el que operan y las restricciones de los merca-

dos financieros parecen diques suficientes para contener excesos. Los primeros meses de su gestión parecen confirmar que no saldrán de la estabilidad a la que están constreñidas.

Quizá la mayor incertidumbre sobre el desempeño de las administraciones locales en 2016 provenga del nuevo gobierno que se constituya tras las elecciones del 20 de diciembre de 2015. Sobre su mesa encontrará la propuesta de derogación de la LRSAL, defendida por el nuevo presidente de la Federación Española de Municipios y Provincias (FEMP), así como la siempre pendiente reforma del sistema de financiación local. Obviamente, ignoramos si el nuevo gobierno de la nación tendrá entre sus prioridades en la agenda de reformas las que afectan a las administraciones locales. Hay que recordar que un elemento central de la LRSAL era el traspaso de las materias educativa, sanitaria y de servicios sociales a las CC.AA. Esto debía hacerse en los términos que fijen *las normas reguladoras del sistema*

*de financiación de las CC.AA. y de las haciendas locales* (D.A. 15ª, D.T. 1ª y D.T. 2ª LRSAL), de modo que hasta que no se reformen las citadas normas financieras, no se producirán los traspasos. De ello puede esperarse por tanto que a lo largo de 2016 no se produzcan cambios relevantes en las competencias y financiación de las administraciones locales.

En definitiva, las EE.LL. en 2016 seguirán contribuyendo al proceso de consolidación fiscal, aunque quizá en menor medida que en los últimos años.

#### NOTAS

- (1) Han sido los municipios de Dehesas Viejas (Granada), Puelblonuevo de Miramontes (Cáceres), Montecorto y Serrato (ambos en Málaga). Véase *Carta Local*, núm. 279, abril 2015, pág. 12.
- (2) Real Decreto-ley 17/2014, de 26 de diciembre, de medidas de sostenibilidad financiera de las comunidades autónomas y entidades locales y otras de carácter económico.



# CAPITAL HUMANO Y EMPLEO

**Coordinador**

**Pascual Fernández**

*Decano-Presidente del Colegio de Economistas de Madrid*

## UN CAMBIO ESTRUCTURAL HACIA EL EMPLEO

**Fátima Báñez**

*Ministra de Empleo y Seguridad Social en funciones*

### RESUMEN

La evolución del empleo en 2015 certifica un cambio sólido y profundo en el mercado laboral español, con una de las dinámicas más positivas de los tiempos recientes, muy diferente de la del inicio de la legislatura pasada. Todo el crecimiento económico se está traduciendo en creación de empleo y por primera vez España crea empleo indefinido desde prácticamente el inicio de la recuperación. El empleo está llegando a todos los sectores, provincias y colectivos: jóvenes, mayores, mujeres. Se trata de un cambio estructural basado en las profundas y amplias reformas de esta legislatura que sienta las bases para un crecimiento más sólido y resistente que incluya a todos en la recuperación.

### PALABRAS CLAVE

Empleo, Recuperación económica, Crecimiento incluyente, Balance 2015.

El impacto de la crisis económica en España en términos de empleo evidenció las deficiencias estructurales del marco de relaciones laborales. Unas deficiencias que explican que España destruyera durante estos años más empleo y más intensamente que los países de nuestro entorno. Entre el principio de 2008 y el final de 2011, con una variación similar del PIB, nuestro país destruyó cuatro veces más empleo que Italia, siete más que Reino Unido y trece veces más que Francia.

Tras siete años de intensa destrucción de empleo y la implementación de una importante agenda de reformas, España volvió a crear empleo neto en 2014. El año 2015 ha certificado este vuelco del empleo y apunta a un cambio de tendencia sólido y estructural en el mercado laboral.

En efecto, la economía española se enfrentaba en diciembre de 2011 a un contexto macroeconómico tremendamente adverso: con una recesión internacional que dañaba las ya de por sí complejas perspectivas nacionales, una segunda fase recesiva, un déficit por cuenta corriente que creció más de un 100%, hasta situarse en el entorno del 10%; y unas cuentas públicas que habían pasado rápidamente del superávit en 2007 a un déficit del 11% en 2009 y se situaban sorpresivamente en el 9% en 2011, tres décimas más

de lo que se admitía antes de que el nuevo gobierno tomara posesión.

Esta difícil coyuntura macroeconómica, debido a la rigidez del marco de relaciones laborales y al ineficaz sistema de políticas de empleo, tuvo un impacto devastador en el mercado de trabajo, provocando así una profunda crisis económica y social. Entre 2007 y 2011 se produjeron más de 4 millones de despidos y se destruyeron 2,5 millones de empleos y, pese a ello, la ocupación seguía reduciéndose, un 2,8% interanual, mientras que el paro crecía al 12,4% anual, según la Encuesta de Población Activa del cuarto trimestre de 2011.

Todo ello ponía de manifiesto las graves deficiencias de nuestro mercado laboral: un marco rígido de las relaciones laborales, que situaba el despido como único recurso de ajuste en situaciones adversas y dificultaba la creación de empleo, una dualidad que condenaba a sectores enteros a encadenar periodos de empleos temporales con periodos en desempleo, y un sistema de políticas activas de empleo que no servía para facilitar la transición del desempleo al empleo.

Era urgente actuar, y por ello se puso en marcha una estrategia global de reformas en varias direcciones. Por un lado, con la reestructuración y saneamiento del sistema financiero y el impulso a la liquidez que incluía el plan de pago a proveedores. Por otro, una

actuación decidida de consolidación presupuestaria, necesaria para recuperar la estabilidad y confianza. Y, en tercer lugar, una estrategia global para recuperar la competitividad perdida, desde el ámbito energético al educativo, pasando por el refuerzo de los sistemas de defensa de la competencia y de la unidad de mercado y, por supuesto, el laboral.

En el ámbito del empleo, el reto consistía en propiciar un mejor funcionamiento del mercado laboral para superar cuanto antes la pérdida de empleo y dar lugar a un crecimiento más inclusivo y más social. Porque no hay mejor política social que la creación de empleo. Con ese objetivo se desplegó la agenda de reformas en el mercado de trabajo.

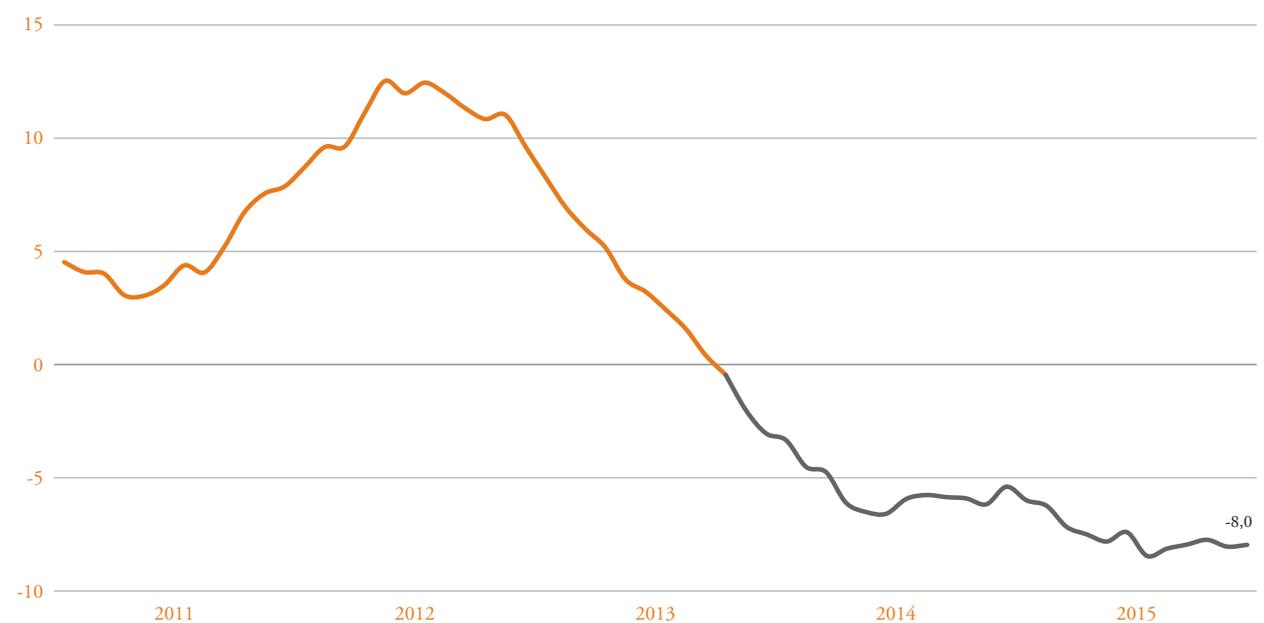
Se trataba de reformas para evitar despidos, proteger a los desfavorecidos y, en definitiva, que nadie se quedara atrás. La agenda de reformas para el empleo se inició con la reforma laboral de 2012. La reforma modificó muchos aspectos de la normativa laboral, en particular en lo que se refiere al uso de mecanismos de flexibilidad interna, de mejora de la empleabilidad y de adaptación

de la negociación colectiva a la realidad del tejido productivo. Como se manifestó ya en el primer informe de evaluación de la reforma, publicado en 2013, sus efectos tardarán tiempo en desplegarse plenamente. Sin embargo, como aproximación podemos observar que desde la reforma hay 817.000 parados menos y casi 300.000 ocupados más. Y que cuando se aprobó se destruían 1.500 empleos al día, y hoy se crean 1.500 al día.

Pero junto a la reforma del marco de relaciones laborales se han abordado otras reformas esenciales para las políticas de empleo. Las políticas activas y los servicios públicos de empleo se mueven ahora en un nuevo escenario, con un marco de mayor coordinación e incentivos claros para prestar una mejor atención a los demandantes de empleo. El sistema de formación se ha renovado por completo durante este 2015, con un amplio acuerdo parlamentario, para sentar nuevas bases de su funcionamiento: más calidad, más efectividad, más eficiencia en el uso de los recursos con competencia en la prestación de la formación, y con más cercanía a las demandas reales de formación de las empresas.

### Gráfico 1 Variación interanual del paro registrado

Datos en porcentaje



Fuente: SEPE.

En paralelo, los interlocutores sociales han mostrado una gran responsabilidad y han mantenido a la vez una intensa actividad negociadora —en 2015 han vuelto a firmarse más de mil convenios por tercer año consecutivo—. Su responsabilidad ha permitido que la economía española recupere buena parte de la competitividad perdida y, con ello, mantener y recuperar empleo. Una responsabilidad que, unida a la moderación de precios, ha facilitado a la economía española ganar competitividad, permitiendo a la vez generar empleo y que los salarios hayan vuelto a ganar poder adquisitivo en 2014 y 2015, algo que no hacían desde 2009. Con una diferencia, ya que en estos dos años se han creado más de un millón de empleos, mientras que entonces, en 2009, se destruyeron 1,2 millones de puestos de trabajo.

En conjunto, la evolución del mercado laboral español señala un cambio estructural cuyos signos positivos empiezan a verse ahora en 2015 de forma clara. Se trata, en primer lugar, de un cambio sólido y así lo apuntan las principales variables del mercado de trabajo. España finaliza 2015 con 328.851 parados menos que al inicio de la legislatura, y con la mayor reducción interanual de paro de la serie histórica: 354.203 personas. La tenden-

cia se ha invertido y se encadenan 27 meses consecutivos de reducción del desempleo. En diciembre de 2011 el paro registrado se incrementaba a un ritmo interanual del 7,9% y ahora se reduce al 8%.

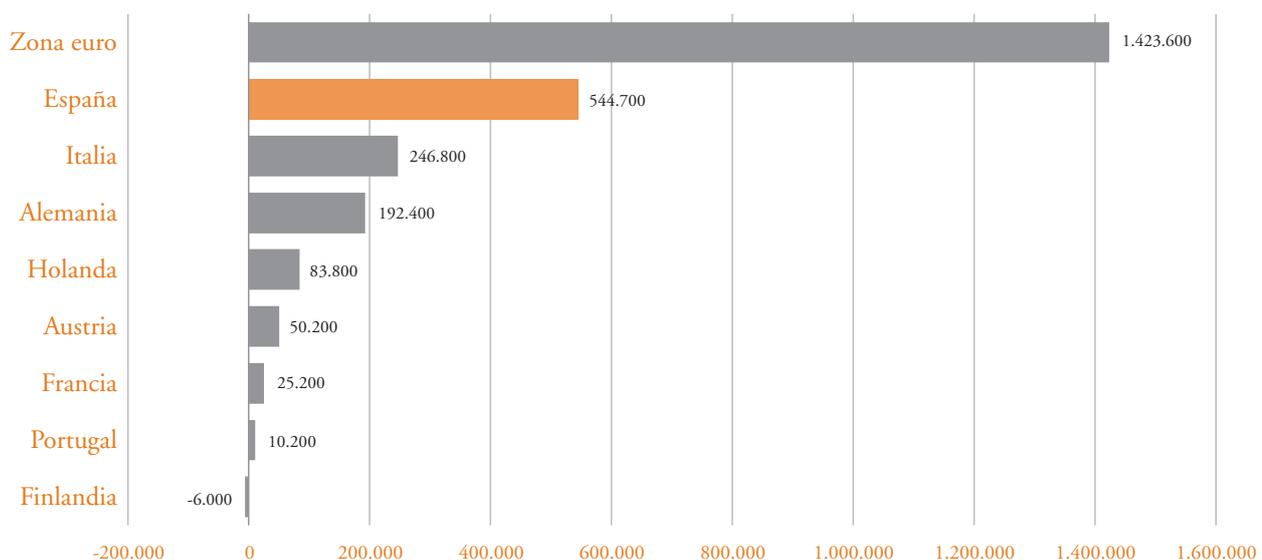
En la evolución del empleo también se ha producido un giro de 180 grados. En diciembre de 2015 la afiliación a la Seguridad Social crecía a un ritmo del 3,2%, un ritmo que coincide con la previsión de crecimiento de la economía española para el conjunto de 2015. Se han recuperado 1.157.000 empleos, es decir, uno de cada tres empleos destruidos durante la crisis. España cierra 2015 con 23 meses consecutivos de aumento del número de afiliados. Es una de las dinámicas más positivas de los tiempos recientes.

En definitiva, España crea empleo de forma intensa, más rápido que nunca, y todo el crecimiento económico se está traduciendo en creación de empleo. Pero además crece más intensamente que nuestros socios europeos. Según los datos de Eurostat del tercer trimestre de 2015, el crecimiento del empleo durante los últimos doce meses en España ha sido superior al de cualquier país de la zona euro, y en el último año se han creado uno de cada tres nuevos empleos.

## Gráfico 2

### Creación de empleo en la zona euro

Países seleccionados. Tercer trimestre 2015

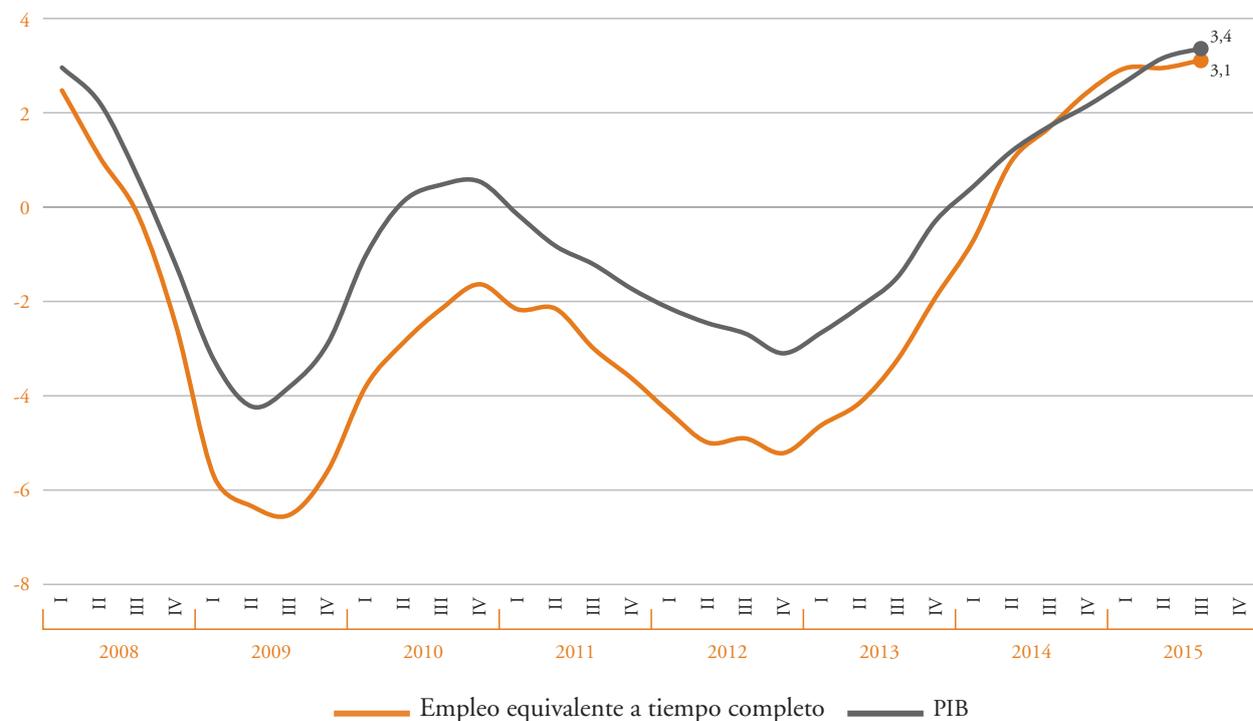


Fuente: EUROSTAT.

### Gráfico 3

#### Variación anual del PIB y empleo

Contabilidad nacional



Fuente: INE.

Este crecimiento del empleo se está produciendo en todos los sectores y en todas las provincias españolas. Asimismo, todos los colectivos y grupos de edad están presentes en la recuperación desde el principio, en particular los jóvenes.

Ante la intensidad de este cambio, existen razones para pensar que España está experimentando un cambio estructural del mercado de trabajo, una alteración sustancial de las pautas que tradicionalmente han caracterizado el mercado de trabajo español.

En primer lugar, España ya no necesita crecer por encima del 2% para crear empleo. Estos años han demostrado que con el nuevo marco de relaciones laborales, y gracias al esfuerzo de todos, es posible crear empleo incluso con tasas de crecimiento inferiores al 1%.

Otro cambio sustancial afecta a la calidad en empleo. Al contrario de lo que sucedió en la salida de la crisis

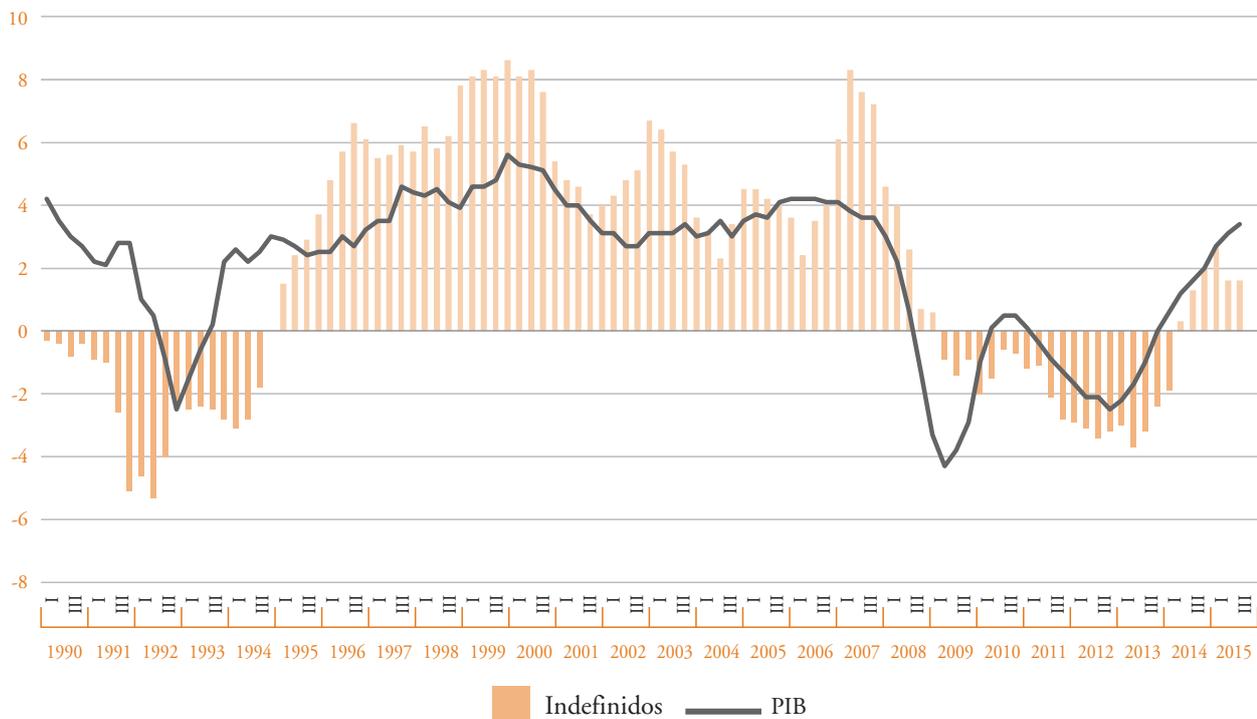
de 1993, en la que se necesitaron seis trimestres para que el incremento interanual del PIB se trasladara a crecimiento interanual de empleo indefinido, España ha comenzado a crear empleo indefinido en este inicio de la recuperación prácticamente desde el inicio. Solo ha habido que esperar un trimestre.

Pese a que aún queda mucho por hacer para reducir la dualidad del mercado laboral español, en el tercer trimestre de 2015 el 74% de los asalariados en España tiene un contrato indefinido, cinco puntos más que al inicio de la crisis. Por otro lado, un 4% de los ocupados tiene empleos de menos de tres meses, según los datos de la EPA del tercer trimestre de 2015, y esta proporción no muestra signos de crecimiento tendencial. Por su parte, los ocupados con empleos de menos de un mes no llegan al 1% (0,97%).

Por otro lado, el grueso de los empleos recuperados son empleos a tiempo completo. Según la EPA, des-

**Gráfico 4****Variación interanual del empleo indefinido (EPA) y PIB**

Datos en porcentaje interanual



Fuente: INE.

de el mínimo de la ocupación en el primer trimestre de 2014 se han recuperado 1.098.100 empleos; de ellos, 1.093.800, el 99,6%, lo son a tiempo completo. En el conjunto de 2015, las nuevas contrataciones indefinidas crecieron a un ritmo medio del 12% y la contratación indefinida a tiempo completo a un ritmo del 14%.

El vuelco del mercado laboral está permitiendo mejorar la situación de colectivos con problemáticas específicas. Los datos del último año muestran que ocho de cada diez personas que abandonaron el desempleo eran parados de larga duración; ya hay 650.000 afiliados mayores de 45 años más que al inicio de la legislatura y hay 127.000 mujeres afiliadas más a la Seguridad Social que en 2011.

Asimismo, en la salida de la crisis del año 1993 tuvieron que pasar dos años para que se generaran incrementos en el empleo juvenil. En esta ocasión,

se crea empleo entre los jóvenes a buen ritmo. El empleo hoy crece al 11,5% entre los menores de 25 años, más del triple que la media nacional. España es el país de la zona euro en el que más ha crecido el empleo de menores de 25 años en el último año; se han creado 90.100 empleos. Hay 247.000 parados registrados menores de 30 menos que al inicio de la legislatura pasada, una caída del -11,8%, muy superior a la media.

A este dinamismo del empleo entre los jóvenes ha contribuido la implicación de todos, en particular las medidas impulsadas con los agentes sociales y comunidades autónomas en la Estrategia de Emprendimiento y Empleo Joven, junto a la aplicación de la Garantía Juvenil. Especial protagonismo ha tenido en ello también la introducción de nuevas vías de acceso por parte de los más jóvenes al mercado laboral, como el sistema de Formación Profesional Dual, que permite trabajar y formarse a la vez, y que durante estos años, a través del

contrato para la formación y el aprendizaje, ha servido para dar oportunidades a más de 465.000 jóvenes.

Por último, es imprescindible hacer una referencia al importante papel de los autónomos, que también han participado del crecimiento de la ocupación. Con los datos del final de 2015, hoy hay 96.330 autónomos afiliados a la Seguridad Social más que al inicio de la legislatura pasada, y a ello han contribuido medidas como la tarifa plana de cincuenta euros para nuevos trabajadores autónomos, que actualmente beneficia a casi 350.000 emprendedores.

En definitiva, 2015 ha venido a confirmar el vuelco completo en la dinámica del mercado de trabajo que se ha ido gestando a lo largo de la legislatura pasada. Un vuelco que permite calificar el cambio como estructural y también afrontar con mayor confianza los próximos años.

Si se continúa creando empleo al mismo ritmo que ahora, más de medio millón de empleos al año, podrá elevarse el empleo al nivel que llegamos a tener antes del inicio de la crisis: alrededor de veinte millones de empleos. Esto supondrá la salida definitiva de la crisis sin que nadie se haya quedado atrás en la recuperación.

Es necesario hacerlo, en todo caso, de forma sostenible, para que el mercado de trabajo español se haga más resistente a futuros *shocks*. Con flexibilidad e inversión en talento y formación podremos fijar posiciones competitivas sostenibles en el tiempo, que contribuyan a la creación de empleo, y un empleo cada vez de mayor calidad. Y la receta para crear empleo que ha funcionado estos años y debe seguir funcionando es sumar voluntades para que juntos multipliquemos las oportunidades de los españoles.

## EL MERCADO LABORAL ESPAÑOL DESDE LA PERSPECTIVA EMPRESARIAL

**Juan Pablo Lázaro Montero de Espinosa**

*Presidente, CEIM*

### RESUMEN

CEIM analiza el mercado laboral en 2015, caracterizado por una incipiente recuperación económica tras un lustro de caída del empleo.

Se realizan propuestas encaminadas a eliminar la dualidad del mercado de trabajo, gestionar mejor el absentismo, facilitar que en los convenios colectivos se introduzcan incrementos salariales referenciados a la productividad real y a los resultados de las empresas, acomodar los costes laborales extrasalariales al tamaño de la empresa, rebajar las cotizaciones, acomodar los costes del despido a la media europea y simplificar las causas objetivas del despido.

Estas medidas deberían abordarse en un marco de diálogo social, que se ha configurado como el cauce idóneo de participación de la sociedad civil en las decisiones política económica y social.

### PALABRAS CLAVE

Organización empresarial, Diálogo social, Mercado de trabajo.

Agradezco al Colegio de Economistas de Madrid el ofrecimiento para colaborar en esta publicación, realizando un balance del ejercicio 2015 a nivel empresarial.

En concreto, se me ha solicitado una reflexión específica sobre el mercado laboral. Es lógico que para los economistas la situación laboral sea de máximo interés, no solo por las repercusiones sociales que tiene, sino porque es evidente que la recuperación económica es la clave para generar empleo y que, a modo de círculo virtuoso, la creación de puestos de trabajo incrementa el consumo y aligera las cargas de las maltrechas cargas financieras de la Seguridad Social permitiendo, además, que se puedan bajar impuestos o al menos destinar los fondos públicos a inversiones productivas.

Teniendo presente que España no ha sido ajena a las consecuencias de la crisis económica internacional sobre el empleo, sí es cierto también que durante 2015 uno de cada dos empleos creados en la Unión Europea se ha producido en nuestro país.

Este resultado no es casual, sino fruto de las reformas acometidas, de las políticas de impulso económico y, sobre todo, del dinamismo de las empresas.

Hoy en día, de todos los datos relativos al empleo que preocupan, es sin duda el paro juvenil el más llamativo. Necesitamos, por tanto, más facilidades para la contratación de jóvenes, menos presión fiscal sobre los creadores de empleo y más contacto entre las instituciones educativas y empresariales.

Pero si me lo permiten, les diré que el paro de mayores de 45 años llega a ser dramático para quienes lo sufren. En este sentido, como presidente de CEIM, me congratula que en 2015 hayamos elaborado planes y medidas encaminados a que los desempleados de esa franja de edad tengan más empleabilidad.

Entre todos estamos asentando bases sólidas sobre las que afrontar una inminente recuperación económica. Así, por ejemplo, es realmente notable la utilización de los mecanismos de flexibilidad interna aprobados con la reforma laboral. En España, si nos fijamos en los datos de expedientes de regulación de empleo durante

2015 se ha revertido claramente la tendencia favorable al despido en aras de la utilización de mecanismos como la suspensión o la reducción de jornada. Así, mientras que en los cuatro primeros meses de 2012, el despido era la consecuencia final de los procedimientos para el 60% de los trabajadores de las empresas en crisis, ahora lo es para menos de un tercio.

También hemos de subrayar que la contratación indefinida es mucho más utilizada ahora (de hecho, en Madrid el doble que en el resto de España), lo que da idea de más estabilidad y confianza en la economía. A esta situación ha ayudado la serie de estímulos en forma de bonificaciones o incentivos que están aplicando tanto la Seguridad Social como algunas comunidades autónomas.

También nuestro país se ha convertido en 2015 en un ámbito idóneo para emprender. Por ello se está comenzando a recuperar la cifra de autónomos que existían hace cinco años. Se trata de personas que crean empleo para sí mismos y para los demás, que no se resignan a vivir de subsidios o de prestaciones, sino que innovan y mejoran día tras día sus negocios, con mucho esfuerzo y arriesgando todo lo que tienen. Por ello, políticas públicas a los incentivos a la contratación, las zonas francas de impuestos para autónomos o la red de viveros de empresas son necesarios más que nunca.

Permítanme que les afirme también que ahora no solamente hay más empleo, sino que se trabaja con más seguridad laboral. Gracias a la Estrategia Española de Seguridad y Salud en el Trabajo, los datos sobre siniestralidad muestran que el índice de incidencia de los accidentes de trabajo descendió más de un 10% en el último lustro. La cifra es significativa pero el ligero repunte detectado en 2015 invita a Administración, sindicatos y empresarios a seguir trabajando unidos en esta dirección.

Ciertamente, en una empresa los trabajadores son la parte fundamental. Suelo decir que hay dos tipos de empresas. Por un lado, las que cuidan y motivan a los empleados y tienen preocupaciones sociales más allá del recinto y, por otro, las que fracasarán.

Quien me conoce sabe que para mí la responsabilidad social empresarial no es una posible alternativa, sino una decisión acertada.

Durante la crisis, la responsabilidad social empresarial ha formado parte cada vez más intensa de la actividad de las empresas innovadoras, no solo por su propia convicción en cuanto a su papel en la sociedad, sino como metodología para estructurar numerosas áreas de acción que permiten incrementar la competitividad (aspectos medioambientales, gestión de la diversidad, conciliación de la vida laboral y familiar, actividades de voluntariado, etc.).

En este papel que conecta la empresa con la ética sitúo la colaboración público-privada, que durante 2015 se ha desarrollado con normalidad en los ámbitos estatales, autonómicos y municipales.

Hay elementos clave de toda sociedad, como la educación, los aspectos sociosanitarios o la intermediación laboral, cuyas directrices han de ser decididas entre todos, por nuestros legítimos representantes políticos.

Son cuestiones tan definitorias de nuestro modo de vida avanzando, que es irrenunciable que existan organismos públicos de calidad específicamente orientados a prestar dichos servicios a los ciudadanos.

Sin embargo, es conocido que la colaboración privada en la ejecución o gestión de dichas actividades se extiende como posibilidad eficiente en forma de ahorro de costes, rapidez, concepción del ciudadano como cliente y como coadyuvante en la creación de empleo.

Dejémonos ya de debates estériles, muchas veces solamente doctrinarios, sobre esta cuestión. Analicemos entre todas las posibilidades técnicas de colaboración en los asuntos esenciales y establezcamos honestamente los límites, las guías, los controles y los medios para que la sociedad salga ganando con una educación adaptada a las necesidades empresariales, una sanidad modelo para muchos países del mundo, una atención personalizada para nuestros mayores en situación de dependencia y una intermediación laboral que agilice la cobertura de puestos de trabajo adecuados para los demandantes de empleo, a través de itinerarios personalizados y actividades formativas adecuadas a las necesidades de la empresa.

No quisiera desaprovechar este foro para compartir que, desde luego, no podré olvidar nunca que en 2015 los empresarios madrileños me han otorgado en asam-

blea su confianza para presidir CEIM, Confederación Empresarial de Madrid-CEOE. Ello me ha permitido conocer de primera mano las preocupaciones de todos los sectores de la economía madrileña y, desde la modestia pero con contundencia, defender sus intereses ante los poderes públicos, las organizaciones sindicales y trasladarlas también a CEOE, cuya vicepresidencia primera ostento.

Precisamente en relación con el papel de los interlocutores sociales, he de congratularme por la recuperación del diálogo social en 2015 con las nuevas Administraciones autonómicas y locales.

Este diálogo no es un fin en sí mismo, sino el proceso mediante el cual los agentes legitimados y que vertebramos socioeconómicamente los territorios trabajamos juntos para que 2015 no sea un espejismo, sino el comienzo de una senda que nos lleve a recuperar niveles de empleo tolerables y comparables con nuestros socios europeos.

CEIM, en el seno de CEOE, no escatimará esfuerzos. Ya hemos demostrado nuestro compromiso con la recuperación económica en numerosas ocasiones y consideramos que junto a la Administración y organizaciones sindicales, sobre la base del consenso, hemos diseñado un marco común y compartido en materia de empleo que ahora comenzamos a desarrollar y que, sin duda, volverá a cosechar buenos frutos.

Desde que soy presidente, he tenido como principal objetivo reforzar la independencia de CEIM, por ello hemos concluido acuerdos para facilitar el empleo con Administraciones de diferente signo político, siempre con una colaboración leal. Por ello, también en 2015 nos hemos comprometido con la Federación de Municipios de Madrid para articular medidas concretas que atiendan la situación de los parados de larga duración.

Como señalé al principio de estas líneas, siendo cierto que 350.000 españoles han salido de la lista del paro en los últimos doce meses, el incremento de desempleados a finales de verano indica que la recuperación de la economía y del empleo puede tener ciertas dosis de coyuntura o al menos no es tan veloz como todos deseáramos.

Por ello, CEIM elaboró en 2015 una lista de nuevas reformas económicas y laborales (en un documento conocido como Plan 400K), que se caracteriza por medidas para impulsar la creación de empresas y la contratación.

La filosofía que impregna el plan tiene su piedra angular en la idea de que en estos momentos de recuperación económica, las políticas fiscales y laborales no deben penalizar el ahorro, el consumo y la inversión, sino servir de incentivo para crear empleo.

Las iniciativas que proponemos desde CEIM son, principalmente, las siguientes:

- Ahondar en la eliminación de la dualidad del mercado (temporal/fijo), el funcionamiento eficaz de los Servicios Públicos de Empleo y la flexibilidad interna de las empresas.
- Gestionar mejor el absentismo, posibilitando que las mutuas puedan dar el alta a efectos económicos. No solo se mejoraría el clima laboral y la productividad de las empresas, sino también la maltrecha situación de las arcas de la Seguridad Social.
- Facilitar que en los convenios colectivos seamos capaces de introducir incrementos salariales referenciados a la productividad real y a los resultados de las empresas, así como la agrupación definitiva de las categorías en grupos profesionales amplios, de manera que se favorezca la movilidad funcional y la polivalencia.
- No parece razonable que los costes laborales extrasalariales (particularmente los de Seguridad Social) puedan ser idénticos independientemente del tamaño de la empresa, además de que es imprescindible una rebaja generalizada de cotizaciones.
- También solicitamos que la indemnización en caso de despido improcedente tenga un coste similar al de los países de nuestro entorno, ya que de lo contrario será difícil ser competitivo. De hecho, habría que clarificar y simplificar las causas objetivas del despido para que, en caso de llegar al juzgado, se decida sobre hechos ciertos, no sobre intenciones o meros errores formales, evitando situaciones de inseguridad jurídica.

Me preocupa la situación crítica de muchas empresas, que todavía no perciben el indudable cambio de rumbo de nuestra economía. Nuestra actividad en los próximos meses ha de tener como objetivo principal colaborar en que la recuperación llegue a las pymes, en forma de revitalización de consumo y creación de empleo.

Y es que una de nuestras principales tareas en asuntos laborales es estar presentes en el diálogo social, independientemente del color político que gobierne. A este respecto, creo que debemos poner en valor nuestro potencial para cumplir con nuestra función constitucional y hemos de abogar por ser una entidad de referencia en asuntos como las políticas activas de empleo, relaciones de trabajo y en políticas sociales.

Trabajamos para que nuestros asociados sientan que las organizaciones empresariales les informan, orientan, apoyan y representan en asuntos tan sensibles, en términos de costes y de recursos humanos, como los asuntos laborales.

Considero que si las medidas propuestas en el Plan 400K se llevan a cabo, la recuperación económica será más intensa y la caída del paro se producirá en lógica

consonancia. Al fin y al cabo, se trata de que la economía real perciba más claramente la mejora de los indicadores macroeconómicos.

Por ello, permítanme insistir en que ahora es más necesario que nunca fortalecer nuestro papel como interlocutores sociales y proponer medidas que flexibilicen la contratación, rebajen los costes sociales y dinamicen el consumo.

No están los tiempos para pedir ayudas públicas. Esa época no volverá para las organizaciones empresariales, afortunadamente. Pero sí es nuestra tarea pedir sensibilidad de lo público hacia nuestras pequeñas empresas y autónomos. La normativa es igual para todos, lo que no deja de ser gravoso para quien menos recursos tiene.

Por ello, además de comprometerme a que nuestras actividades como organización empresarial irán destinadas preferentemente a pymes y autónomos, solicitamos constantemente más comprensión hacia el esfuerzo que realizan estos pequeños empresarios por ser competitivos con sacrificio, calidad e innovación. Su esfuerzo tiene impacto real en la reducción del desempleo y, seamos claros, sin empresas no hay empleo.

Comienza a disfrutar del Museo del Prado  
Propuesta exclusiva para colegiados



**Hazte Amigo**

[www.amigomuseoprado.es/colectivos/economistas](http://www.amigomuseoprado.es/colectivos/economistas)

Más información 91 420 20 46 (ext. 206, 207) / [colectivos@amigomuseoprado.org](mailto:colectivos@amigomuseoprado.org)

## ESPAÑA SALE DE LA RECESIÓN, NO DE LA CRISIS

**Cándido Méndez**

*Secretario General, Unión General de Trabajadores*

### RESUMEN

El pasado verano de 2015 se cumplieron ocho años desde que estallase la crisis económica internacional. En España, tras una fugaz y tímida recuperación en 2010 y 2011, fruto de las políticas expansivas aplicadas en los dos ejercicios anteriores, se produce una recaída que sumerge al producto interior bruto en cifras negativas durante diez trimestres seguidos. El análisis visto desde finales de 2015 señala una mejora a partir de la mitad de 2014, pero la salida de esta segunda recesión llega de manera tardía y marcada por dos rasgos: 1) el daño irreparable sufrido por el mercado de trabajo, en términos extensión del desempleo, desprotección de las personas y de precarización del empleo; y 2) la extensión de las desigualdades económicas y sociales.

### PALABRAS CLAVE

Desempleo, Desigualdad, Precariedad laboral, Recuperación económica.

### 1. Recuperación económica y crisis del empleo

Este verano de 2015 se han cumplido ocho años desde que germinó en Estados Unidos la crisis económica internacional, cuyas consecuencias aún perduran. En España, el análisis visto desde finales de 2015 señala una mejora en la actividad económica a partir de la mitad de 2014, impulsada por la relajación monetaria del Banco Central Europeo, la caída de los precios del petróleo en los mercados internacionales y la depreciación del euro frente al dólar. El país registra más de un año completo de cifras positivas, confirmando una trayectoria que apunta hacia la recuperación.

Pero la salida de esta segunda recesión llega tarde, si se compara con economías del entorno, y queda marcada por el daño irreparable sufrido por el mercado de trabajo, en términos de extensión del desempleo y desprotección de las personas, y de precarización de las condiciones laborales. Como consecuencia, se están acrecentando las desigualdades económicas y sociales, dando lugar a un descenso de la renta media y a un incremento en los niveles de riesgo de pobreza y exclusión social. Definitivamente, salir de la recesión no es sinónimo de salir de la crisis.

La depresión sufrida en España se ha manifestado con especial virulencia en el mercado de trabajo, en cuanto

a pérdida de empleo y aumento del paro y en términos de un avance de la precariedad en la contratación (véase cuadro 1).

Desde el tercer trimestre de 2008 comenzó una profunda destrucción de empleo que elevó, y mantiene, la tasa de paro en niveles inasumibles (alcanzó casi el 27% en 2013 y aún un 21,2% en el tercer trimestre de 2015). A lo largo de 2014 y 2015 se ha incrementado la ocupación, dando lugar a un leve ascenso en la tasa de empleo. Estas mejoras ocurridas en 2015 deben tratarse con cautela, en el marco de una recuperación de la actividad económica y considerando la fuerte incidencia de la estacionalidad en España.

Al mismo tiempo, se han reducido el número de parados y la tasa de paro, debido en parte al efecto desánimo de la población activa. Es necesario tener en cuenta que la tasa de actividad ha disminuido, estancándose en valores inferiores al 60% que se había logrado en años previos.

### 2. Temporalidad, parcialidad y otras formas de precariedad laboral

Los años 2014 y 2015 reflejan una mejora generalizada de las cifras de empleo. Sin embargo, cabe destacar los efectos que la reforma laboral y sucesivas normas, así

**Cuadro 1****Actividad, empleo y paro en España, número y tasas**

Datos en número y tasas

	Media 2008	Media 2011	Media 2014	I trim. 2015	II trim. 2015	III trim. 2015
Activos (miles)	23.066	23.434	22.955	22.899	23.016	<b>22.900</b>
Inactivos	15.325	15.408	15.560	15.618	15.481	15.587
Tasa de actividad (%)	60,08	60,33	59,60	59,45	59,79	59,50
Ocupados (miles)	20.470	18.421	17.344	17.455	17.867	<b>18.049</b>
Tasa de empleo (16-64) (%)	65,44	58,80	56,78	57,28	58,70	59,36
Parados (miles)	2.596	5.013	5.611	5.445	5.149	4.851
Tasa de paro (%)	11,25	21,39	24,44	23,78	22,37	<b>21,18</b>

Fuente: EPA, INE.

como los recortes en los gastos públicos y la ausencia de políticas activas de empleo eficaces, están teniendo sobre el mercado de trabajo.

En primer lugar, la tasa de temporalidad asciende en el tercer trimestre de 2015 hasta valores olvidados desde ese mismo trimestre de 2011, superando el 26% de los asalariados. Este hecho constata que el crecimiento del empleo está ligado a la estacionalidad y, más grave, que el empleo que se está generando lo hace bajo unas condiciones más precarias.

A pesar de la acusada pérdida de empleo temporal al comienzo de la crisis, la temporalidad logra permanecer (y resurgir), conformándose como uno de los elementos estructurales, en ascenso según se recupera la economía. Como resultado, la tasa española ha sido y sigue siendo la más alta del entorno (sobre la UE-15).

A ello se ha unido, en la última parte de la crisis, la contratación a tiempo parcial, sobre todo de carácter involuntario. De los 2,7 millones de ocupados a tiempo parcial, 1,7 lo hace de manera involuntaria. El porcentaje de parcialidad involuntaria se sitúa por encima del 62%. La parcialidad se consolida como un elemento estructural más de nuestro mercado de trabajo que permite obtener mejores ritmos de creación

de empleo. Una tendencia que se está afianzando, con picos de parcialidad cada vez más altos.

Así, aunque la tasa de empleo a tiempo parcial en España sigue a unos niveles inferiores al resto de nuestros socios europeos, si se observa como tiempo parcial involuntario, la situación se invierte.

Junto a estos fenómenos, surge un trabajo indefinido precario, camuflado bajo el contrato de apoyo a emprendedores introducido en la reforma laboral –entre otras modalidades–, que va desplazando a la tradicional contratación temporal, y que muestra unos rasgos muy similares: inestabilidad, bajos salarios y flexibilidad a favor de la empresa.

También la desigual calidad en el empleo se refleja en otras formas de subempleo, ya sea por insuficiencia de horas (y por tanto, de ingresos) como por una excesiva cualificación para los puestos de trabajo a cubrir, o por la existencia de *falsos trabajadores autónomos* (trabajadores que, de forma involuntaria, se ven obligados por las circunstancias o por la empresa a trabajar por cuenta propia) (1).

En definitiva, la recuperación va acompañada de peores condiciones laborales para aquellos que no han

perdido el empleo o han sido contratados durante la lenta salida de la recesión.

### 3. Trabajando en la pobreza

El último dato de recaudación de IRPF ofrecido por la AEAT (2014) señala que un 35% de los asalariados cobraba menos del SMI (2), 3 puntos por encima que en 2011 y 8 más que antes de la crisis. En total en esta situación se encontraban casi 5,9 millones de trabajadores.

La devaluación salarial, junto al incremento en la precariedad del empleo, se ha dejado sentir en los ingresos recibidos por los asalariados. Al inicio de la crisis se observa un incremento del valor de los salarios, asociado al denominado efecto composición: la pérdida de empleo en la primera etapa de la recesión se concentra en el empleo temporal y, por tanto, peor remunerado. El avance de la crisis y el inicio de la recuperación del empleo, que vienen definidos por la precariedad, dan lugar a un cambio de dirección en el efecto composición. Por un lado, los nuevos contratos que se firman se sustentan en peores condiciones y, además, parte de los salarios vigentes, o no se han actualizado o han sufrido un retroceso. Por otro lado, el salario de reserva (al que los trabajadores están dispuestos a aceptar un empleo) ha descendido. El resultado es una caída de los salarios medios en el mercado de trabajo.

### 4. Desempleo y desprotección de las personas

No se puede afirmar que España haya salido de la crisis cuando hay cerca de cinco millones de parados (según la EPA). Y aunque la evolución del paro señala un continuado descenso, no hay que olvidar que la mejora esconde una elevada precariedad y rotación derivada de la naturaleza de los empleos que se están creando, básicamente temporal y a tiempo parcial.

Además, esta reducción del número de parados guarda relación con el descenso de la población activa por el efecto desánimo, motivado por la falta de expectativas y, en el caso de los jóvenes y extranjeros, por su salida hacia otros países en busca de oportunidades de mejores empleos. El resultado del desánimo es un adelgazamiento del volumen de desempleados.

Conviene destacar la extensión del paro de larga duración. En 2008, un 21,5% de las personas en paro llevaba más de un año buscando empleo, un porcentaje que se sigue elevando hasta el 60,7% en el tercer trimestre de 2015, siendo cada vez mayor la incidencia de las personas que llevan buscando empleo más de dos años (más del 44,5% de los desempleados).

Junto a ello, se sucede el fenómeno de la precariedad en el propio desempleo. Las cifras muestran que la cobertura cada vez es menor. En 2008, el 73,6% de los desempleados registrados tenía una prestación por desempleo. En 2015 la cobertura ha descendido por debajo del 55%, mostrando casi 20 puntos de diferencia respecto al inicio de la crisis. El endurecimiento de las condiciones de acceso ha provocado que el número de beneficiarios de prestaciones vaya descendiendo.

### 5. Desigualdades y pobreza

Este elevado nivel de desempleo y la precariedad en el empleo, a inferiores remuneraciones, están provocando una reducción de la renta y de la capacidad adquisitiva de las familias e importantes desequilibrios en la distribución de la riqueza. Como consecuencia, se observan desigualdades económicas y sociales, una extensión de las condiciones de pobreza y un deterioro de la calidad de vida en el país.

España se encuentra por debajo de la media de renta por habitante de todo el conjunto de la Unión Europea de los 28 países (93 puntos sobre 100 de la UE-28). Ha ido perdiendo posiciones a lo largo de la crisis y en 2014 se distanciaba 9 puntos del valor logrado en 2008 y 14 puntos de la renta de la zona Euro. Una brecha que sigue en aumento.

Como media en 2014, los hogares en España obtuvieron una renta de 26.154 euros (ECV, INE). La renta ha caído respecto a años previos, siguiendo la tendencia de descenso de esta variable durante la etapa de recesión. Desde 2009, los hogares han perdido un 13% de su renta.

Asimismo, el 29,2% de la población se encuentra en riesgo de pobreza y exclusión social (3), casi 5 puntos por encima que en 2009 (24,7% de la población). El porcentaje es notablemente más elevado que en el

conjunto de la UE-28 y, al contrario de la evolución favorable de otros países, toma una senda de continuo ascenso.

## 6. El giro necesario de las políticas económicas y de empleo

Los datos de 2015 muestran una recuperación económica desequilibrada, excluyente y construida sobre pies de barro; es decir, con actividades de escaso valor añadido y tecnológico, un empleo precario, menos cualificado y peor remunerado.

En el nuevo contexto económico será necesario reorientar las políticas económicas —europeas y nacionales— con medidas expansivas que impulsen la demanda agregada y se centren en la redistribución de la renta. Es imprescindible que la política económica apueste por los factores que permiten a una economía crecer a medio y largo plazo, en innovación, formación y conocimiento, logrando aumentos de productividad y competitividad, y que generen empleos de calidad, a la vez que reducen las desigualdades y la pobreza.

En este sentido, son áreas prioritarias las inversiones que activen el crecimiento económico, junto al reforzamiento del sistema de protección social y de la prestación de servicios públicos de calidad.

En términos de empleo, la protección social debe garantizarse, mejorando la cobertura y reforzando las prestaciones por desempleo. Acompañando a esta medida, es imprescindible potenciar las políticas activas de empleo desde el ámbito público, dado que han sufrido las tijeras de la austeridad de manera especialmente acusada.

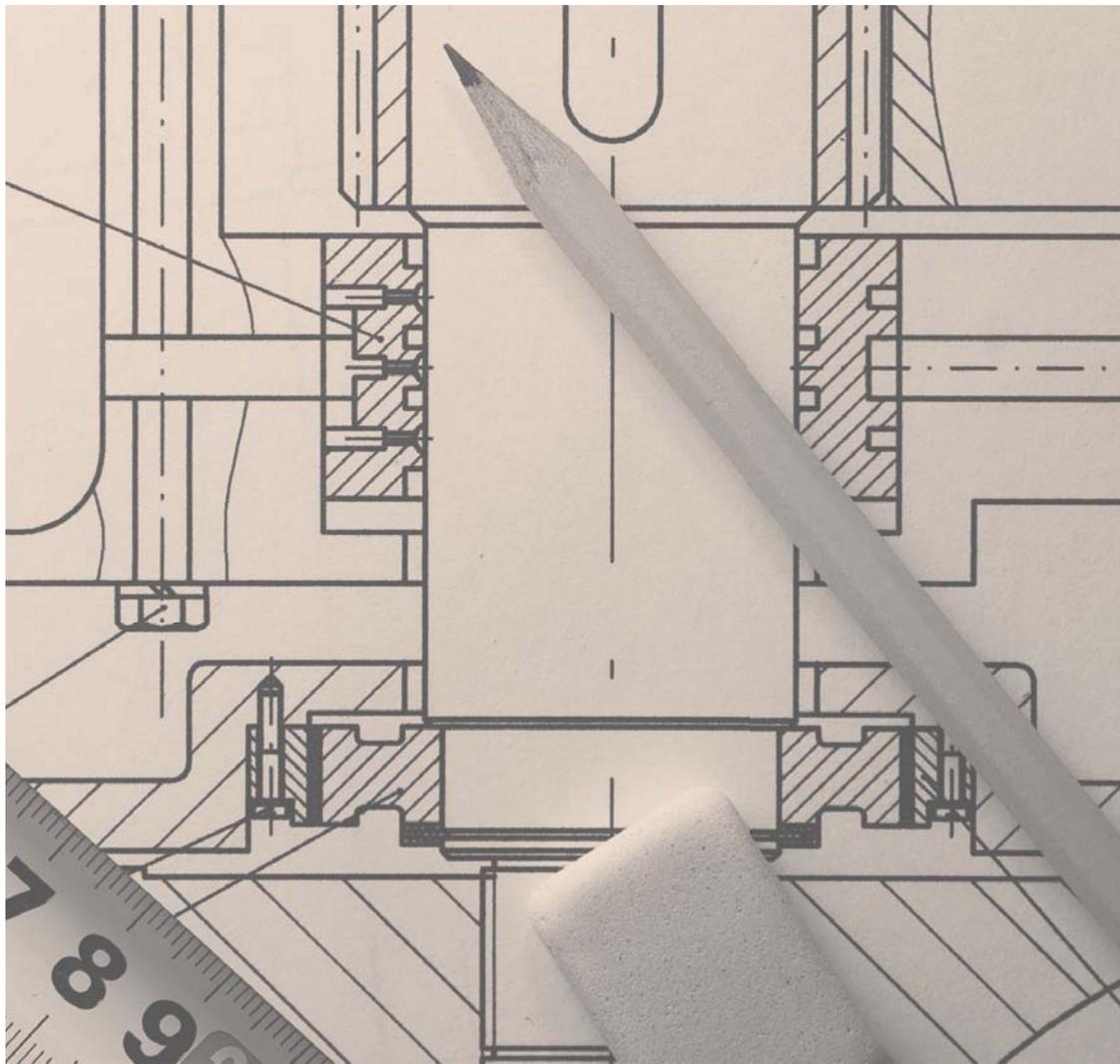
Por último, reivindicamos el importante papel que juegan los salarios. El III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado por los interlocutores sociales en junio de 2015, para el periodo 2015 a 2017, tiene como fin ir recuperando la capacidad adquisitiva perdida por los salarios durante la etapa de recesión. En esta nueva fase de expansión, deben ganar poder de compra.

### NOTAS

- (1) La EPA los contabiliza dentro del grupo de trabajadores independientes sin asalariados a su cargo.
- (2) El SMI para 2015 se sitúa en 648,6 euros al mes (14 pagas).
- (3) Medido con el indicador AROPE incluido en la Estrategia Europa 2020, en Eurostat.

### BIBLIOGRAFÍA

- III Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2015, 2016 y 2017, *BOE*, núm. 147, 20 de junio de 2015 (págs. 51602-51619).
- Agencia Tributaria, *Mercado de trabajo y pensiones en las fuentes tributarias* ([www.aeat.es](http://www.aeat.es)).
- Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat>).
- Instituto Nacional de Estadística (INE), *Encuesta de población activa* (EPA) ([www.ine.es](http://www.ine.es)).
- Instituto Nacional de Estadística (INE), *Encuesta de condiciones de vida* (EPA) ([www.ine.es](http://www.ine.es)).
- Ministerio de Empleo y Seguridad Social (MEYSS), Prestaciones por desempleo, *Boletín de Estadísticas Laborales* (BEL) ([www.empleo.gob.es](http://www.empleo.gob.es)).
- Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), *Estadísticas de contratación y de paro registrado* ([www.sepe.es](http://www.sepe.es)).
- UGT, *Balance de Legislatura 2011-2015. Cuatro años de regresión social y económica* ([http://www.ugt.es/Publicaciones/LibroCompleto\\_BalanceLegislatura.pdf](http://www.ugt.es/Publicaciones/LibroCompleto_BalanceLegislatura.pdf)).



# ACTIVIDAD EMPRESARIAL

**Coordinador**

**Juan José Durán Herrera**

*Catedrático. Centro Internacional Carlos V, UAM*

# LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA: PYMES VS. GRANDES EMPRESAS

**Joaquín Maudos (\*)**

*Catedrático de Análisis Económico, Universidad de Valencia*

*Director Adjunto de Investigación del Ivie y Colaborador del CUNEF*

## RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución reciente en el acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas en comparación con sus homólogas europeas y también con las grandes empresas. Los resultados muestran que las pymes españolas han realizado un importante esfuerzo de desapalancamiento, en parte obligado por las restricciones que han sufrido en el acceso al crédito bancario. Tras las medidas del BCE, el avance hacia la unión bancaria y la reestructuración del sector bancario español, las condiciones han mejorado de forma considerable, tanto en términos de cantidad como de precio. El crédito a nuevas operaciones de las pymes viene creciendo con fuerza desde mediados de 2013 y el sobrecoste que pagaban con respecto a las pymes europeas ha caído de forma considerable. En relación a las grandes empresas, las pymes soportan peores condiciones en el acceso al crédito.

## PALABRAS CLAVE

Pyme, Financiación, Crédito bancario.

## 1. Introducción

La reciente crisis financiera que estalló a nivel internacional y que se agudizó en Europa en 2010 con la crisis de la deuda soberana afectó adversamente a las condiciones de acceso a la financiación en general y a la bancaria en particular. El cierre de los mercados mayoristas de financiación y el aumento de las tasas de morosidad supuso un cierre en el grifo de la financiación bancaria a las empresas (y familias) y un endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito (tipos de interés, exigencia de garantías, etc.). En paralelo, desde el lado de la demanda, el alto nivel de endeudamiento de las empresas y la caída en los niveles de rentabilidad aumentó su vulnerabilidad, reduciendo la calidad/solvencia de la demanda de crédito. Por tan-

to, tanto los factores de oferta por parte de los bancos como de demanda por parte de las empresas explican el hundimiento del crédito que ha tenido lugar en los años recientes de crisis.

En el caso de las pymes españolas, su elevada dependencia de la financiación bancaria y el mayor impacto de la crisis las situó en una situación de mayor vulnerabilidad, enfrentándose a mayores restricciones en el acceso al crédito y en peores condiciones. La evidencia muestra con claridad que el tamaño es una variable fundamental para explicar las diferencias en el coste de la financiación entre empresas, no solo en España, sino también en la eurozona.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente de las condiciones de acceso a la financiación bancaria de las empresas españolas, realizando una comparación entre pymes y grandes empresas en el contexto de la eurozona. Para ello se utiliza la información que ofrece el BCE en la encuesta que con carácter semestral realiza a las empresas de la eurozona, que para algunas variables contiene información por separado para pymes y grandes empresas. En el

(\*) Parte de los resultados de este artículo proceden del material contenido en el libro publicado por FUNCAS *Evolución reciente del crédito y las condiciones de la financiación: España en el contexto europeo* (Maudos, 2015b). El trabajo se enmarca en los temas analizados en los proyectos ECO2013-43959-R del Ministerio de Ciencia e Innovación y PROMETEOII/2014/046 de la Generalitat Valenciana.

momento de redactar estas líneas, la última encuesta disponible publicada en junio de 2015 está referida al periodo octubre 2014-marzo 2015.

Además de esta introducción, el artículo se estructura de la forma siguiente. En la sección 2 se analiza la evolución y el nivel de endeudamiento y estructura financiera de la empresa española, distinguiendo pymes de grandes empresas. En la sección 3 se analiza la evolución del crédito bancario a las empresas españolas en comparación con sus homólogas europeas, así como el tipo de interés distinguiendo de nuevo entre pymes y grandes empresas. En la sección 4 se explota la encuesta del BCE a las empresas para analizar las características del acceso a la financiación bancaria en función del tamaño empresarial, poniendo el énfasis en el periodo de crisis y los cambios que se han producido en el reciente periodo de recuperación. Finalmente, la sección 5 contiene las conclusiones del trabajo.

### 2. Endeudamiento y estructura financiera de la empresa española

Para ser conscientes del problema que supone para una pyme que la banca endurezca las condiciones en el acceso al crédito, es necesario poner de manifiesto su elevada dependencia de la financiación bancaria.

Con esta finalidad, el gráfico 1 muestra la evolución de 2000 a 2013 (último año disponible) de la estructura porcentual del total de los pasivos de las empresas españolas, distinguiendo las pymes de las grandes empresas. La información disponible en la base de datos BACH permite distinguir entre recursos propios y financiación ajena, y dentro de esta, entre préstamos bancarios, préstamos no bancarios (entre empresas), renta fija, crédito comercial y otras fuentes de financiación.

El primer rasgo a destacar es que el peso de los recursos propios es mayor en las pymes que en las grandes empresas, lo que implica que estas últimas empresas están más endeudadas. Además, conforme ha pasado el tiempo en el periodo analizado, la diferencia entre pymes y grandes empresas en el peso de los recursos propios en el total de la financiación ha ido aumentando, pasando de solo 1,4 puntos porcentuales (pp)

en 2000 a un valor máximo de 10,7 pp. en 2013. En este último año, en una pyme, de cada 100 euros de financiación, 48,4 es financiación propia, mientras que en una gran empresa los recursos propios suponen el 37,7% del total.

Otro rasgo a destacar es el mayor peso que el préstamo bancario tiene en las pymes. De representar el 22% del total en 2000, alcanzó su peso máximo del 25,6% en 2006, para descender a partir de entonces hasta alcanzar en 2013 el 18,4%, el menor valor en el periodo analizado. En las grandes empresas, el préstamo bancario siempre ha pesado menos en el total de la financiación obtenida, si bien las diferencias entre pymes y grandes empresas, en cuanto a la importancia del crédito bancario se refiere, se han acortado en los últimos años. Así, de representar el préstamo bancario en las pymes 10,4 pp más que las grandes empresas en 2000, en 2013 la diferencia es de solo 3,1 pp.

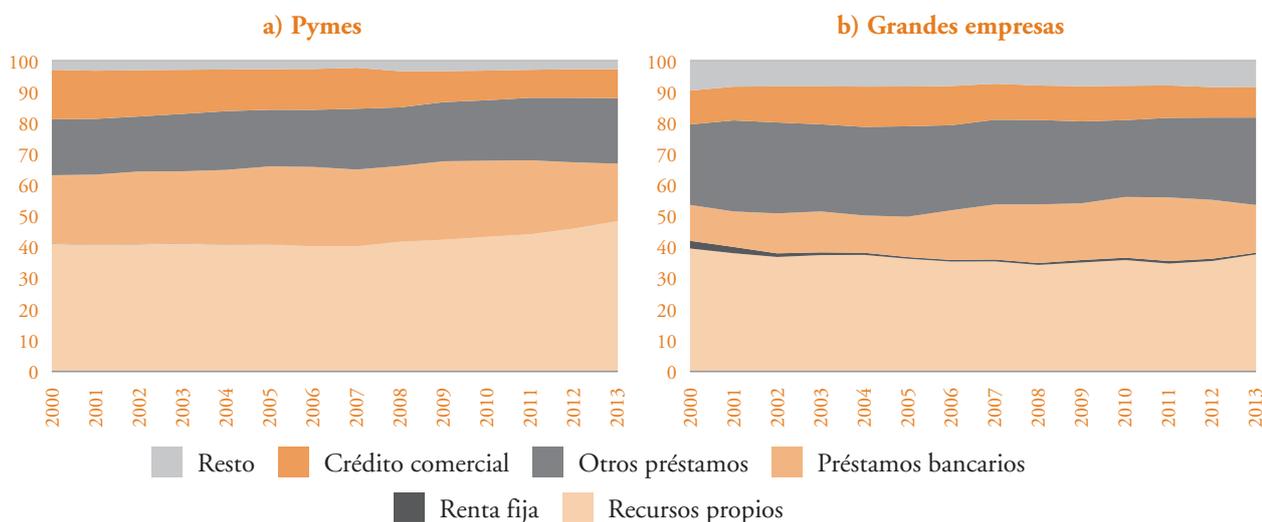
También es de destacar la importancia del crédito comercial como fuente de financiación de las empresas, con un peso en el total de la financiación mayor en las pymes que en las grandes empresas hasta el inicio de la crisis en 2008, para invertirse la situación en los años posteriores. En 2013, por cada 100 euros de pasivos, 9,3 es crédito comercial en las pymes y 9,9 en las grandes empresas.

Finalmente, la predominancia de la financiación bancaria en las empresas en España se pone de relieve cuando los datos más recientes disponibles muestran que la emisión de deuda (renta fija) en los mercados aporta solo 53 céntimos de cada 100 euros incluso en las grandes empresas, siendo la aportación marginal (1 céntimo) en las pymes.

En resumen, la visión que ofrece el análisis de la estructura financiera de la empresa española es una elevada dependencia de la financiación bancaria, que es más intensa en el caso de las pymes, con un peso de la financiación vía mercados en esta empresa despreciable. El nivel de endeudamiento es menor en las pymes (dado el mayor peso relativo de los recursos propios). Además, es la gran empresa la que más aumentó su nivel de endeudamiento hasta 2009, ya que la ratio deuda con coste (renta fija y préstamos)/re-

**Gráfico 1****Estructura del pasivo de las empresas españolas**

Datos en porcentajes



Fuente: BACH.

curso propio pasó de 1 en 2000 a 1,36 en 2009. En las pymes, el aumento fue menor (de 0,98 en 2000 a un máximo de 1,1 en 2007). En los años posteriores, la ratio cayó hasta 1,17 en las grandes empresas y 0,82 en las pymes, lo que muestra la intensidad del desapalancamiento que han hecho las empresas españolas, más intenso en las pymes que en las grandes empresas, en parte forzado por la mayor restricción que han soportado en el acceso a la financiación, como veremos posteriormente.

### 3. ¿Se ha abierto el grifo del crédito a las pymes?

La evidencia aportada en la sección anterior pone de manifiesto la mayor dependencia de la pyme de la financiación bancaria. Por este motivo, es de interés centrar el resto del análisis en esta fuente de financiación, analizando en primer lugar la evolución del préstamo a nuevas operaciones (que es el relevante para financiar los nuevos proyectos de inversión) y el tipo de interés, distinguiendo entre préstamos de menos de un millón de euros (más propio de pymes) y de más importe (grandes empresas). Este umbral del

millón de euros es el que utilizan el Banco de España y el BCE a la hora de dar la información que se maneja en este apartado.

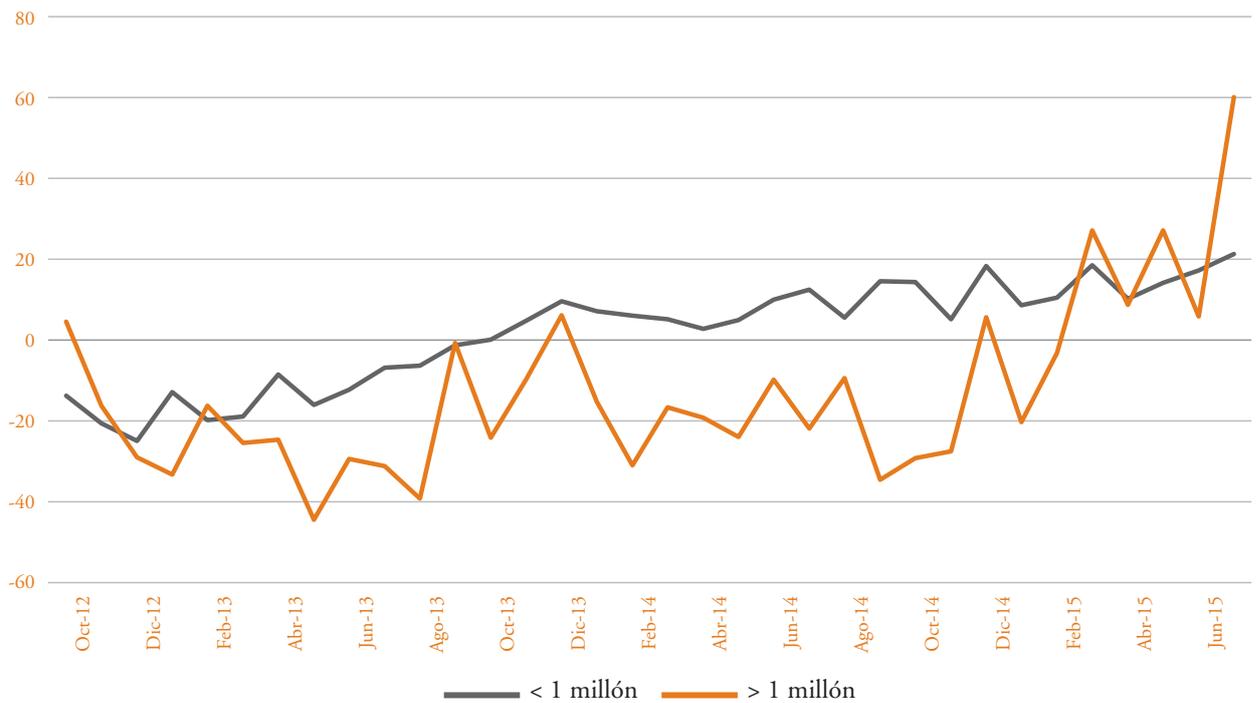
El gráfico 2 muestra la evolución desde finales de 2012 hasta verano de 2015 de la tasa de crecimiento interanual del préstamo a nuevas operaciones de las sociedades no financieras españolas. El motivo de comenzar el análisis en octubre de 2012 es que hasta ese momento las nuevas operaciones incluían también las refinanciaciones, y por tanto no se corresponden estrictamente con el concepto de crédito nuevo. A partir de esa fecha, el Banco de España cambió los criterios de clasificación, de forma que desde entonces reflejan con más rigor la evolución del crédito nuevo.

En el caso del crédito a las pymes (operaciones de menos de un millón de euros), desde octubre de 2013 la tasa de crecimiento es positiva y con una tendencia creciente, situándose en julio de 2015 en un máximo del 21,5%. En el de mayor importe, salvo algún mes puntual, se mantuvo en tasas negativas hasta inicios de 2015, pero desde marzo de 2015 experimenta tasas positivas y elevadas, la más reciente del 60%.

**Gráfico 2**

**Tasa de crecimiento anual del préstamo a nuevas operaciones de las sociedades no financieras españolas**

Datos en porcentajes



Fuente: Banco de España.

Además de que el crédito a nuevas operaciones está creciendo con fuerza, el coste de la financiación se ha reducido. Como muestra el gráfico 3, en el caso de las operaciones nuevas de menos de un millón de euros, el sobrecoste que pagaban las pymes españolas con respecto a las de la eurozona se ha ido corrigiendo, ya que de alcanzar un valor máximo en 152 puntos básicos en abril de 2013, en julio de 2015 se ha reducido a 53 pb. En operaciones de mayor importe, el diferencial alcanzó un máximo de 120 pb en noviembre de 2013 para descender hasta 44 pb en julio de 2015.

Otro hecho a destacar es que en España, la diferencia de tipo de interés de un préstamo entre grandes y pymes suele ser mayor que en la eurozona desde finales de 2008. En concreto, una pyme española llegó a pagar 288 pb más que una gran empresa española a finales de 2012, un sobrecoste que casi triplicaba a lo que

ocurría en la eurozona. En la actualidad, el diferencial ha caído, de forma que es de 128 pb en España, cifra inferior a los 137 pb de las empresas de la eurozona.

**4. La importancia de la financiación bancaria en las pymes: condiciones de acceso a la financiación**

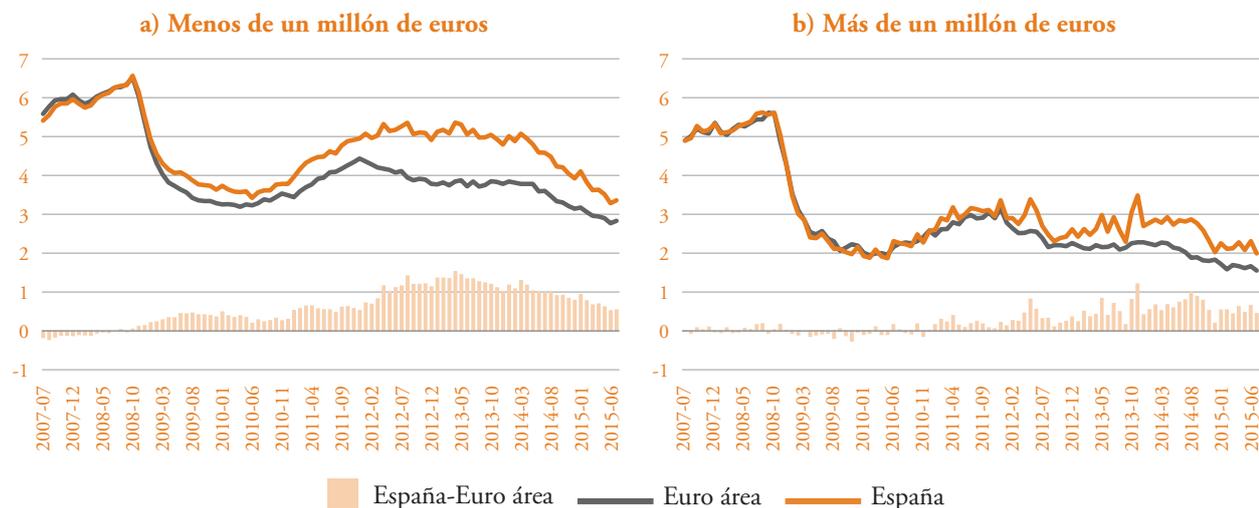
La riqueza de la información que aporta la encuesta de acceso a la financiación de las empresas que realiza el BCE a las empresas de la eurozona permite aportar evidencia sobre la reciente evolución de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, analizando además el efecto que el tamaño empresarial tiene en esas condiciones.

Antes de centrar nuestra atención en el acceso al préstamo bancario, una primera pregunta de interés es el cambio que se ha producido en la importancia del

**Gráfico 3**

**Tipo de interés de préstamo (nuevas operaciones) a las sociedades no financieras**

Datos en porcentajes



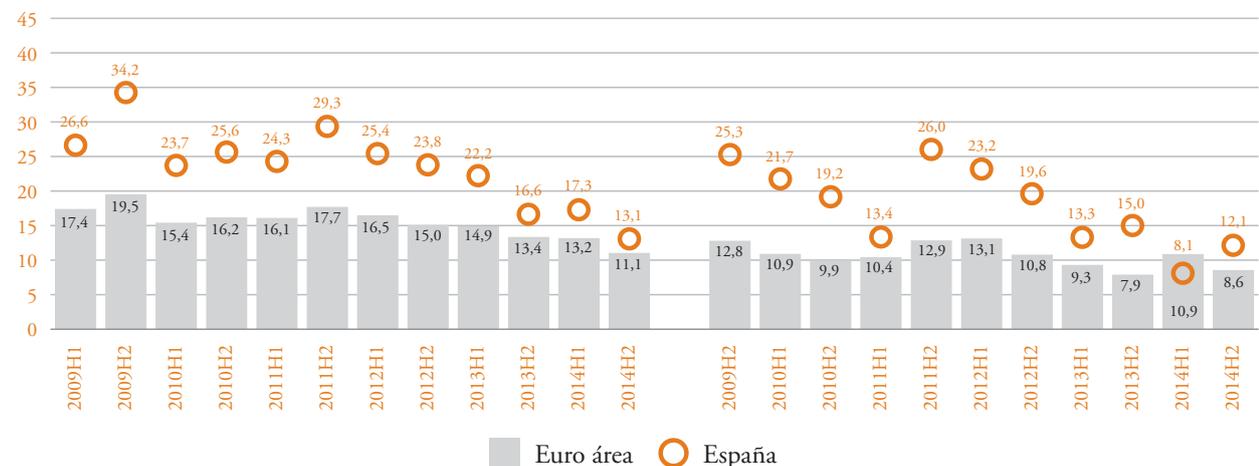
Fuente: BCE.

problema que puede suponer no tener acceso a financiación externa. Por este motivo, el gráfico 4 muestra el porcentaje de empresas, tanto pymes como grandes, que considera que su principal problema es el

acceso a la financiación, teniendo que elegir entre ese problema y otros, como la competencia, encontrar clientes, los costes laborales, la habilidad del equipo directivo o la regulación.

**Gráfico 4**

**Porcentaje de empresas que considera que su principal problema es el acceso a la financiación**



Fuente: BCE.

En el caso de las pymes españolas, este problema llegó a ser el más importante para algo más de un tercio de las encuestadas a finales de 2009. Desde finales de 2011 la intensidad del problema se ha ido reduciendo, para alcanzar un porcentaje mínimo del 13,1% en la última encuesta disponible referida a octubre 2014-marzo 2015. No obstante, son porcentajes que siempre superan a los de las pymes de la eurozona, aunque el diferencial se ha reducido a solo 2 pp en la última encuesta.

En las grandes empresas españolas (1) siempre ha sido menor el porcentaje de las que señalan el acceso a la financiación como su principal preocupación. Alcanzó un máximo del 26% en la segunda mitad de 2011 y un mínimo del 8,1% en la anterior encuesta, para aumentar al 12,1% en la más reciente. Salvo un momento puntual, también los porcentajes son mayores en las empresas españolas que en las europeas. En la actualidad, la diferencia entre las pymes y grandes empresas españolas es de solo 1 pp.

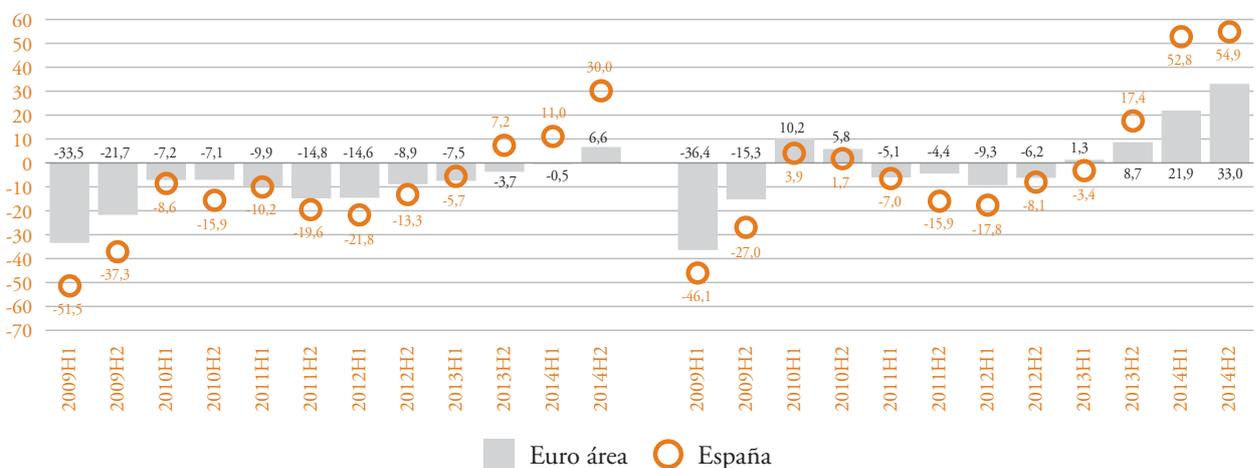
Centrando ya el análisis en la financiación bancaria (en concreto, el préstamo), el gráfico 5 muestra la diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que ha aumentado la disponibilidad de crédito y el que opina lo contrario, tanto en España como en la

eurozona. En el caso de las pymes españolas, hasta inicios de 2013 era mayor el porcentaje de las que opinaban que había disminuido la disponibilidad de crédito, con un porcentaje neto de respuestas negativo. Es a partir de entonces cuando el porcentaje neto es positivo y creciente, hasta alcanzar un máximo de 30 pp en la encuesta más reciente disponible. Si bien en los años de crisis más intensa hasta 2013 los porcentajes netos negativos eran mayores en valor absoluto en España, desde entonces ocurre lo contrario, lo que refleja que la mejora en el acceso al crédito de las pymes ha sido de más intensidad en España.

En relación a las grandes empresas, en las pymes españolas la disponibilidad de crédito bancario siempre ha sido menor y han percibido la recuperación con menor intensidad. En la actualidad, frente a un porcentaje neto de respuestas de 30 pp en las pymes, en las grandes es de 54,9 pp. También en las empresas europeas la disponibilidad de crédito es mayor en las grandes que en las pymes.

La evolución del crédito se debe tanto a factores de oferta como de demanda. En el primer caso, conocer la propia opinión de las empresas sobre el comportamiento de los bancos aporta una valiosa información. Por este motivo, el gráfico 6 muestra el porcentaje

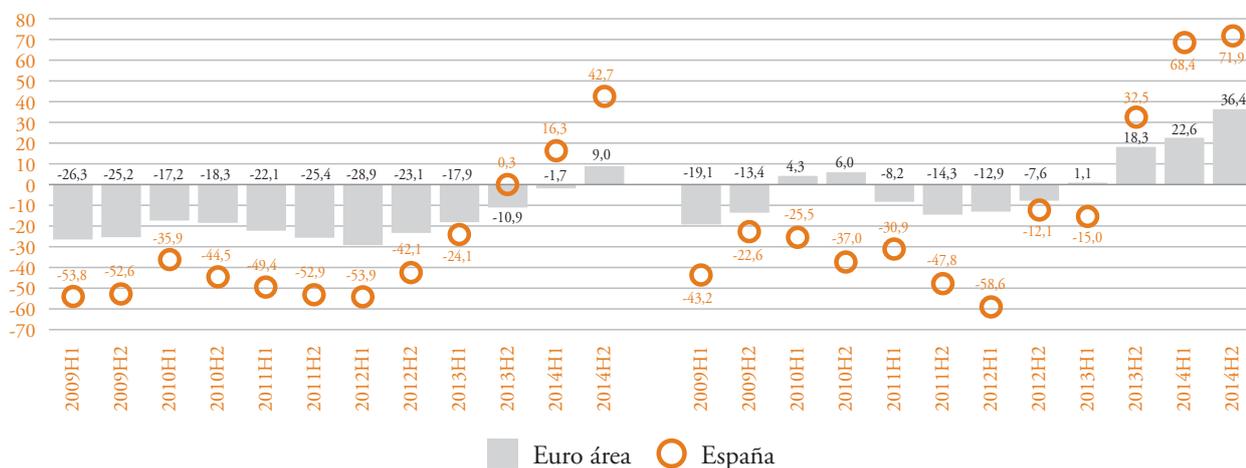
**Gráfico 5**  
**Diferencia entre el porcentaje de empresas que considera que la disponibilidad de crédito ha aumentado y el que considera que ha disminuido**



Fuente: BCE.

Gráfico 6

Diferencia entre el porcentaje de empresas que opina que la banca ha aumentado su disposición a dar crédito y el que opina que la ha reducido



Fuente: BCE.

neto de respuestas de las empresas a la pregunta si creen que la banca ha aumentado o disminuido su disposición a dar crédito.

La visión del gráfico indica que las pymes españolas han sufrido más que las europeas los problemas derivados de la crisis bancaria (que ha exigido un profundo saneamiento y reestructuración), llegando a ser 54 pp superior el porcentaje de empresas españolas que opinaban que la banca estaba menos dispuesta a dar crédito que las que opinaban lo contrario. No obstante, la reestructuración bancaria ha dado sus frutos, de forma que los porcentajes netos son positivos en 2014, hasta alcanzar en la última encuesta 42,7 pp, muy por encima de las pymes de la eurozona (9 pp). En comparación con las grandes empresas, la percepción de que la banca está más dispuesta a dar crédito es menos intensa en las pymes, tanto en España como en la eurozona.

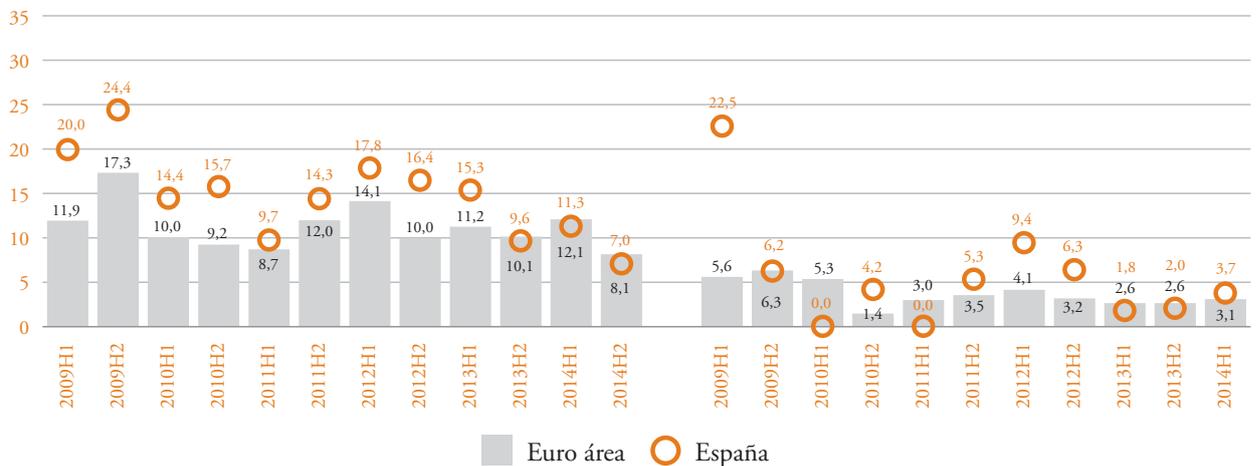
Otro indicador de las dificultades en el acceso al crédito bancario es la tasa de rechazo que declaran las empresas, utilizando como indicador el porcentaje de empresas que responden que su petición de préstamo ha sido rechazada en su totalidad. Como muestra el gráfico 7, la tasa de rechazo en las pymes es muy superior a la de las grandes empresas, tanto en España

como en la eurozona. En España, la tasa de rechazo se sitúa en la actualidad en un valor mínimo del 7,9%, que es inferior al 8,1% de la eurozona. La tasa llegó a alcanzar un máximo del 24,4% en 2009 y cayó casi de forma continua desde principios de 2012. En las grandes empresas españolas, la tasa de rechazo actual es del 3,7%, algo por encima de la eurozona (3,1%) y la mitad de la de las pymes.

Además de la cantidad de crédito disponible, una variable relevante para las empresas son las condiciones de la financiación en términos de precio (tanto tipo de interés como comisiones) y de garantías exigidas. En el caso del tipo de interés, de 2009 (primer año del que disponemos encuestas del BCE) hasta la primera mitad de 2014, el porcentaje neto de respuesta fue positivo en las pymes españolas, si bien el valor estuvo cayendo desde 2011. En la última encuesta el porcentaje neto es de -33,3 pp en España y de -25,3 pp en la eurozona, lo que muestra claramente la importante rebaja que se ha producido en el coste de la financiación bancaria. En las grandes empresas los porcentajes actuales son incluso mayores en valor absoluto, alcanzando 70,2 pp en España. Por tanto, una vez más, las pymes perciben la rebaja de tipos con menos intensidad que las grandes empresas.

Gráfico 7

Tasa de rechazo declarada por las empresas



Fuente: BCE.

En el caso del resto de componentes del coste de la financiación (como las comisiones bancarias), los porcentajes netos de respuestas vienen cayendo en las pymes españolas desde 2011, aunque sigue siendo positivo (12,5 pp), lo que implica que todavía es mayor el porcentaje que opina que esos costes siguen subiendo que el que opina lo contrario. En cualquier caso, es un rasgo común a las pymes europeas. En las grandes empresas españolas, también los porcentajes netos han caído con intensidad y, al contrario que las pymes, alcanzan un valor negativo (-21,5 pp) en la última encuesta.

Finalmente, otra variable que condiciona el acceso a la financiación es el importe de las garantías que exige la banca. En las pymes españolas los porcentajes netos de respuestas aunque han caído en los últimos años, siguen siendo positivos (13,6 pp) pero inferiores a los de las pymes de la eurozona (19,8 pp). Por tanto, todavía es mayor el porcentaje de empresas que opina que la banca exige más garantías. Al igual que con las comisiones, en las grandes empresas en la última encuesta el porcentaje neto de respuesta es negativo por primera vez en España.

5. Conclusiones

La predominancia de la pyme en el tejido productivo español y su elevada dependencia de la financiación

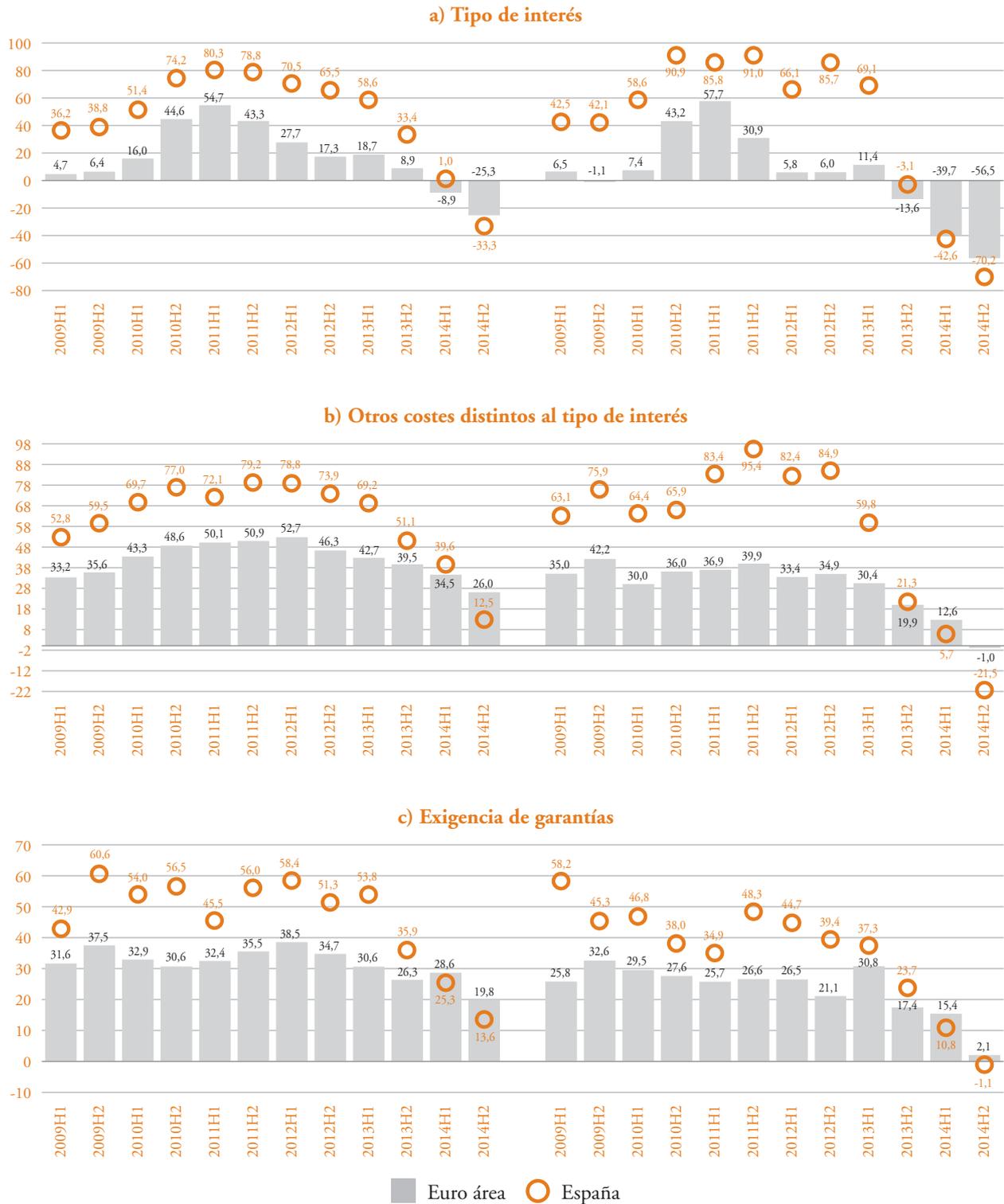
bancaria justifica el interés por analizar las condiciones de acceso a la financiación de este tipo de empresa. Así, en España, la pyme genera el 66% del empleo y de cada 100 euros de financiación ajena con coste, el 47% es préstamo bancario.

El análisis realizado en este trabajo permite concluir que:

- a) La pyme española presenta un nivel de endeudamiento (medido por la ratio recursos ajenos/recursos propios) inferior a la gran empresa, pero es financieramente más vulnerable como consecuencia de su menor rentabilidad. Por eso es importante que la reducción del endeudamiento que tiene pendiente sea suave, lo que exige mejorar las condiciones de acceso a la financiación.
- b) Los datos más recientes disponibles muestran una clara recuperación del crédito a las pymes. Así, el crédito a nuevas operaciones viene creciendo desde mediados de 2013 y se encuentra a la altura de julio de 2015 en tasas en 20%.
- c) El sobre coste que pagan las pymes españolas por un préstamo bancario, de alcanzar un máximo en torno a los 150 pb en 2013, se ha reducido hasta 53 pb. El avance en el proyecto de unión bancaria, las medidas expansivas del BCE, la caída de la prima de riesgo y la reestructuración bancaria en España contribuyen

**Gráfico 8**

**Diferencia entre el porcentaje de empresas que considera que ha aumentado la variable analizada y el que opina que ha disminuido**



Fuente: BCE.

a explicar la caída del coste de la financiación y la convergencia a los niveles europeos. El diferencial actual con la eurozona es razonable teniendo en cuenta los fundamentales de nuestra economía (como nuestro mayor nivel de endeudamiento).

d) La propia opinión de las empresas constata la mejora que las pymes han experimentado en el acceso a la financiación, tanto en términos de disponibilidad de crédito como de las condiciones de esa financiación (tipo de interés, comisiones, exigencia de garantías, etc.). No obstante, el acceso a la financiación sigue siendo el principal problema para un porcentaje de pymes españolas superior a las europeas (13,1% vs 11,2%).

e) Las pymes españolas, y también las europeas, soportan unas condiciones en el acceso al crédito bancario peores que las grandes empresas en términos de cantidad, tipo de interés, comisiones y garantías. Por

tanto, es obvio que el tamaño importa en lo que al acceso al crédito bancario se refiere.

### NOTA

- (1) Un análisis desagregado para algunos países de la eurozona distinguiendo pymes de grandes empresas puede consultarse en Maudos (2014). Para el caso concreto de las pymes, en Maudos (2015a) se ofrece información para los principales países de la eurozona.

### BIBLIOGRAFÍA

- Maudos, J. (2014), «The relevance of company size in accessing bank finance: A determining factor for Spain's SMEs», *Spanish Economics and Financial Outlook*, 34-44, mayo.
- Maudos, J. (2015a), «¿Ha mejorado el acceso de las pymes a la financiación bancaria?: España en el contexto europeo», *Cuadernos de Información Económica*, 247, julio, págs. 15-27.
- Maudos, J. (2015b), «Evolución reciente del crédito y las condiciones de la financiación: España en el contexto europeo», *Estudios de la Fundación*, núm. 75, FUNCAS.

# LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES

**Domingo J. García Coto**

*Director del Servicio de Estudios, Bolsas y Mercados Españoles, BME*

## RESUMEN

Los mercados de capitales, y en particular la bolsa española, han canalizado en 2015 un creciente flujo de capitales como reflejo de la progresiva recuperación de la confianza de los inversores nacionales y extranjeros. El reducido número de empresas españolas presentes en la bolsa, en los mercados de bonos o en los mercados alternativos de renta variable y renta fija, han aprovechado la favorable coyuntura para reforzar sus recursos propios o diversificar su financiación ajena a través de ampliaciones de capital, emisiones de deuda o salidas a cotización en condiciones atractivas. Así lo reflejan los elevados volúmenes de nuevos flujos de inversión y financiación canalizados por el mercado de acciones que superaron los 41.636 millones de euros, un 15% más que el año pasado.

Las nuevas alternativas de financiación basadas en el mercado de capitales, MAB y MARF, impulsadas en los últimos años para aliviar la dependencia del crédito bancario y mejorar las condiciones de financiación de las empresas de tamaño más reducido, han tenido un desarrollo importante. También en 2015 se han regulado por primera vez en España las Plataformas de Financiación Participativa o *Crowdfunding*.

## PALABRAS CLAVE

Financiación, Mercados de capitales, Bolsa, OPV, Deuda corporativa, Mercados alternativos, Titulización, *Crowdfunding*.

La financiación de las empresas se ha convertido en una de las principales preocupaciones tanto de los economistas como de los responsables políticos europeos y españoles a raíz de la crisis financiera y económica mundial cuyos efectos comenzaron a dejarse sentir a partir del año 2008. Con especial intensidad en el caso de España, la movilización de financiación es considerada de forma unánime una condición imprescindible para consolidar en términos de crecimiento y empleo los alentadores resultados que ha mostrado la economía española desde 2014 y especialmente en el recién terminado 2015 (1).

Si bien ya a lo largo de 2014 y 2015 mejora de manera generalizada el acceso a la financiación de las empresas en España tras años de restricciones crediticias, el cambio en las condiciones financieras no está siendo suficientemente aprovechado por un colectivo muy amplio de empresas, sobre todo de tamaño pequeño y mediano, cuya financiación ajena proviene únicamente de entidades bancarias afectadas todavía por factores que inciden sobre su capacidad para proporcionar crédito a la economía (2).

Cualquier estrategia de recuperación sostenida pasa por mejorar el acceso de las empresas a la financiación y el reto es todavía mayor, como defienden algunos autores (3), teniendo en cuenta que existen condiciones para que en el futuro próximo las empresas demanden más recursos propios y evolucionen hacia estructuras financieras menos apalancadas. El proceso es previsible que se produzca no solo para corregir los excesos derivados de la crisis, sino también por otros factores novedosos como la creciente regulación bancaria o el aumento de las inversiones en activos intangibles.

### 1. Escasa presencia de las empresas españolas en los mercados de capitales

El avance de España hacia un sistema financiero más resistente, equilibrado y flexible pasa por facilitar a las empresas el acceso a financiación de diferentes modos y en diferentes circunstancias.

Sin embargo, muy pocas empresas no financieras españolas, apenas dos centenares que representan un porcentaje inferior al 0,001% del total de empresas,

acceden ahora mismo a algún mecanismo de financiación de tipo colectivo en sentido amplio, es decir con participación de una pluralidad de inversores que adquieren acciones o títulos de renta fija cotizados en mercados tanto regulados como alternativos o incluso en plataformas de financiación de nueva generación. Tampoco son muchas las que cuentan con la participación de fondos de capital riesgo en su capital o en su financiación ajena (4).

La presencia en mercados públicos de cotización, tanto de renta variable como de deuda corporativa, es un instrumento valioso que contribuye al crecimiento económico a través del soporte a las empresas y a la creación de riqueza, y se está infravalorando a la hora de diseñar políticas y medidas para fomentar el tamaño empresarial, la creación de empleo y la riqueza. Las medidas tendentes a incentivar el tamaño de las empresas o la provisión de más y mejores canales para su financiación, siguen sin asociarse estrechamente a prioridades declaradas como la generación de empleo o la consolidación fiscal.

Como ejemplo, citar que el número de empresas que hoy cotizan en la bolsa española es reducido en el caso de las compañías no financieras, pero muchas de ellas son empresas de tamaño grande e internacionalizadas, variables ambas que se consideran clave para la competitividad futura de la economía española de acuerdo con trabajos recientes presentados por la Fundación de Estudios Financieros, por el Consejo Empresarial para la Competitividad y por BME y Telefónica (5). Las compañías cotizadas españolas representan en número un porcentaje inferior al 1% del total de sociedades anónimas existentes en España pero concentran el 44% del valor de todas las empresas españolas que tienen esta forma jurídica, de acuerdo con datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española correspondientes al segundo trimestre de 2015, publicados por el Banco de España (6).

### 2. La financiación de las empresas españolas vía mercados bursátiles y alternativos en 2015

Aunque en el año 2015 ha aumentado moderadamente la tensión tanto en los mercados financieros internacionales como españoles, reflejada en un repunte de la

volatilidad en los precios de las acciones y de la deuda pública y corporativa, tanto la bolsa española como el Mercado AIAF de deuda corporativa, así como los mercados alternativos de renta variable y renta fija corporativa (MAB y MARF), han vuelto a tener un comportamiento muy destacado en términos de financiación canalizada hacia las empresas cotizadas.

El volumen agregado de nuevos flujos de inversión y financiación canalizados por la bolsa española a través de instrumentos de renta variable en el conjunto del año 2015 alcanzan los 41.636 millones de euros, un importe destacado en Europa y en el mundo que representa un aumento del 15,3% respecto al año anterior. En este concepto se incluyen tanto ampliaciones de capital como ofertas públicas de venta de acciones (OPVs) y otras salidas a bolsa.

En el ámbito de la deuda corporativa canalizada a través del Mercado AIAF, relevante especialmente para la financiación a través del mercado de las entidades bancarias españolas, en 2015 se han admitido a cotización nuevas emisiones de deuda por valor de casi 146.000 millones de euros, un 27% más que en el año anterior y la mejor cifra de los últimos tres años aunque todavía por debajo de las cifras recaudadas en años anteriores.

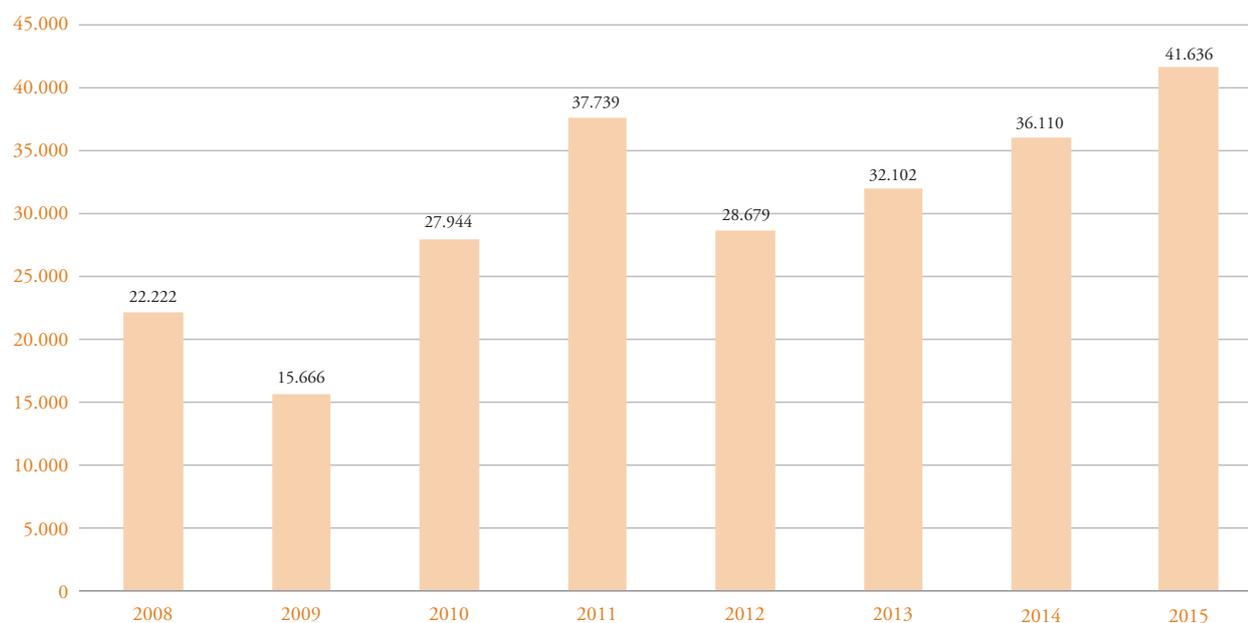
Paulatinamente van adquiriendo más importancia las alternativas de financiación basada en el mercado de capitales, impulsadas en los últimos años para aliviar la dependencia del crédito bancario y mejorar las condiciones de financiación de las empresas de tamaño más reducido. En este ámbito ha sido un año muy satisfactorio para el mercado alternativo bursátil (MAB) para empresas en expansión y para el mercado alternativo de renta fija (MARF).

### 3. Volumen elevado de ampliaciones de capital

Las ampliaciones de capital vuelven a ser este ejercicio protagonistas de la financiación en los mercados de capitales. En 2015 se han llevado a cabo 156 operaciones con las que se han movilizado recursos por valor de 29.694 millones de euros, casi un 3% por encima de la cifra anotada en todo del año anterior y en línea con las elevadas cifras anotadas a partir de 2012.

**Gráfico 1****Flujos de inversión y financiación canalizados por la bolsa española, 2008-2015**

Incluye: OPV, ampliaciones y salidas a bolsa sin OPV. Datos en millones de euros



Fuente: Federation of European Securities Exchanges.

De las 156 operaciones desarrolladas en el mercado, cien se llevaron a cabo en el segmento principal del mercado a través de las cuales las sociedades obtuvieron recursos por importe de 28.160 millones de euros. En el mercado alternativo bursátil (MAB), en sus segmentos de SICAV, empresas en expansión y SOCIMI, se realizaron

un total de 56 operaciones y se movieron 1.534 millones de euros, de los que 131 corresponden a nueve ampliaciones realizadas por empresas como paso previo a su incorporación al MAB en los segmentos de empresas en expansión y SOCIMI, mediante ofertas públicas de suscripción (OPS) de sus acciones.

**Cuadro 1****Admisiones a cotización en el Mercado AIAF de deuda corporativa, 2014-2015**

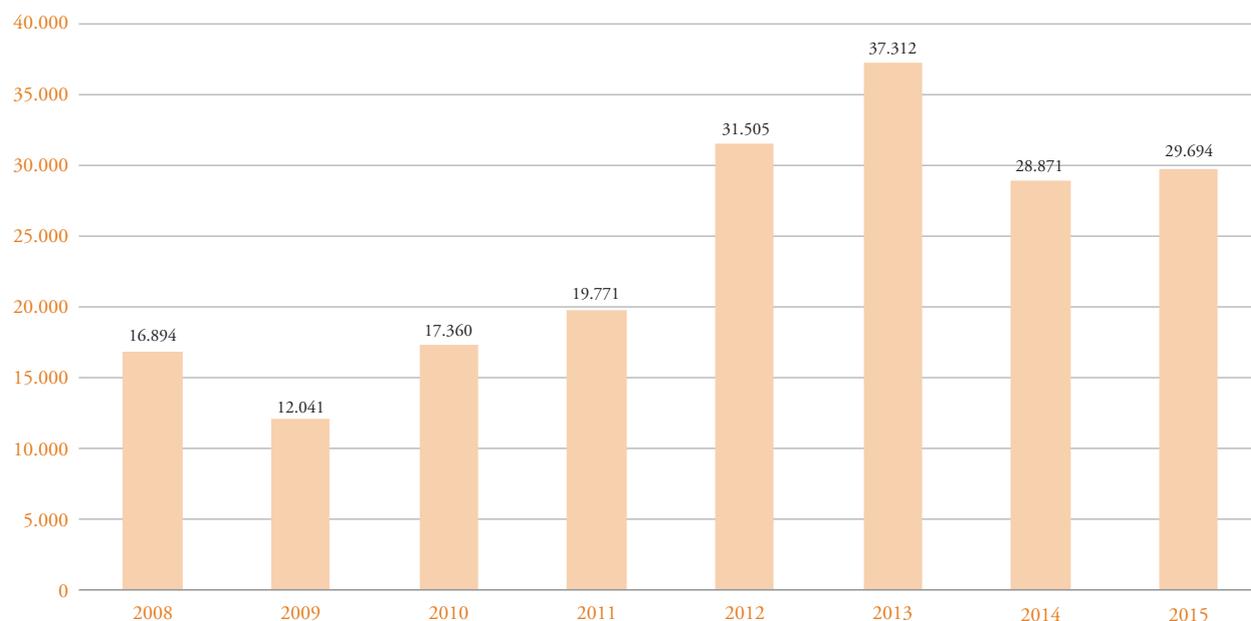
Datos en millones de euros

	Pagarés	Bonos y obligaciones	Cédulas	Bonos de titulización	Total
2014	33.493	25.765	26.291	29.460	115.009
2015	27.455	47.616	41.775	29.045	145.891
Var. %	-18,0%	84,8%	58,9%	-1,4%	26,9%

Fuente: BME.

**Gráfico 2****Volumen efectivo de ampliaciones de capital en la bolsa española, 2008-2015**

Volumen en millones de euros



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

**4. Reactivación y fortaleza del mercado de OPV**

La bolsa española ha mantenido una posición destacada en el mercado de OPV internacional a lo largo del año 2015. Según el informe de Ernst&Young *Global IPO* del tercer trimestre de 2015 y tomando como referencia los nueve primeros meses del año, BME se situó como la primera bolsa a nivel europeo y la quinta a nivel global por sus salidas a bolsa. Las OPV de AENA y Cellnex Telecom fueron la primera y la tercera mayor operación de Europa, y la salida a bolsa de la compañía vasca de telecomunicaciones Euskaltel constituyó la segunda mayor operación del tercer trimestre del año en el continente europeo.

La evolución de las salidas a bolsa en 2015 es notable, sobre todo si tenemos en cuenta que el año anterior fue el mejor por fondos captados a través de ofertas públicas de venta (OPV) desde el inicio de la crisis, como puede verse en el gráfico 3 sobre evolución de OPV entre 2008 y 2015. Los fondos captados por las

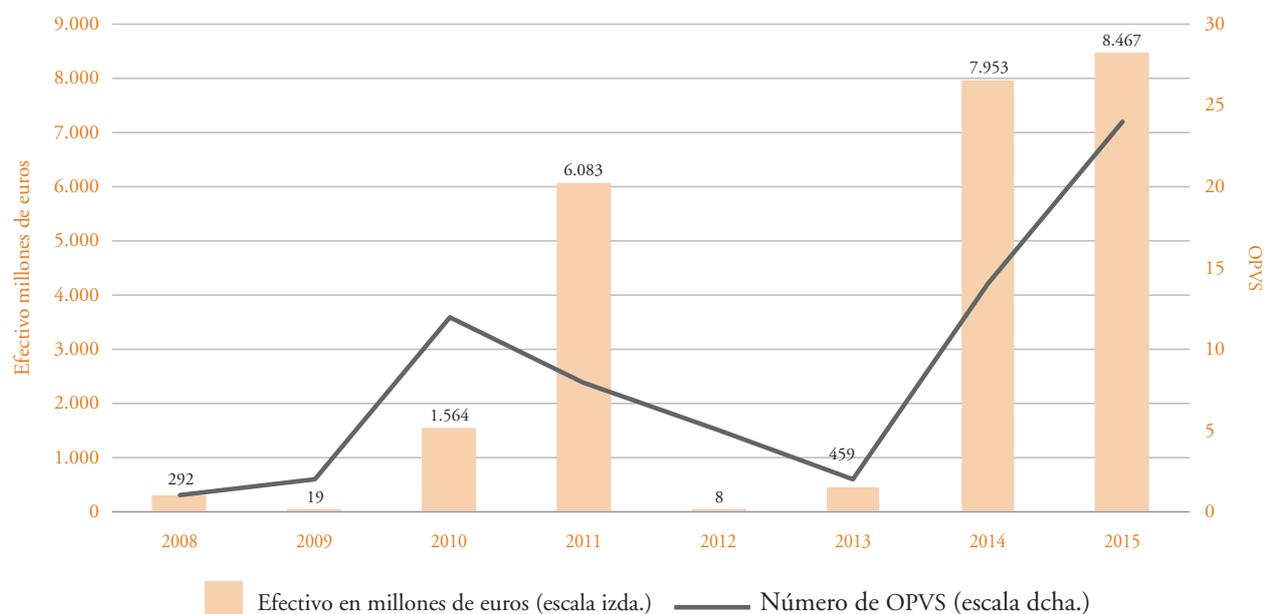
empresas españolas a través de ofertas públicas de venta y suscripción alcanzan los 8.467 millones de euros, la segunda cifra más alta de los últimos dieciocho años, tras los 10.500 millones de euros captados en 2007. De esta cifra, 8.332 millones de euros corresponden a siete OPV con salida a bolsa realizadas en el mercado principal a las que hay que sumar diecisiete salidas más a bolsa, acogidas en diferentes tramos del MAB: nueve en el de empresas en expansión que consiguieron captar conjuntamente 36 millones de euros y ocho en el de SOCIMI que hicieron lo propio por importe de casi 95 millones. En total han sido veinticuatro operaciones.

**5. SOCIMI, vuelve la financiación al sector inmobiliario**

Un apartado destacado en 2015 en términos de incorporaciones y recursos obtenidos a través de mecanismos bursátiles lo han tenido las citadas SOCIMI. Esta figura representa la adaptación española de los

**Gráfico 3****Valor efectivo y número de ofertas públicas de venta (OPV) en la bolsa española, 2008-2015**

Datos de valor efectivo en millones de euros



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

vehículos financieros especializados en la inversión inmobiliaria (REIT) ya en funcionamiento en otros países. Son sociedades cotizadas con un régimen fiscal específico, cuya actividad se centra en canalizar recursos financieros hacia el desarrollo, rehabilitación y explotación de inmuebles en alquiler y desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias.

En el año 2015 ha habido ocho nuevas incorporaciones que han conseguido 95 millones de euros, a los que hay que sumarles los 2.265 millones de euros obtenidos en cinco ampliaciones realizadas por cuatro de las SOCIMI que ya cotizaban, tres en el mercado principal y una en el segmento SOCIMI del MAB.

Con tan solo dos años de vida y un fuerte apoyo del capital extranjero, las SOCIMI comienzan a mostrarse como un instrumento útil para impulsar la reactivación de un sector, el inmobiliario, muy dañado por la crisis que incluye actividades que representan cerca del 10% del PIB español desde el lado de la oferta.

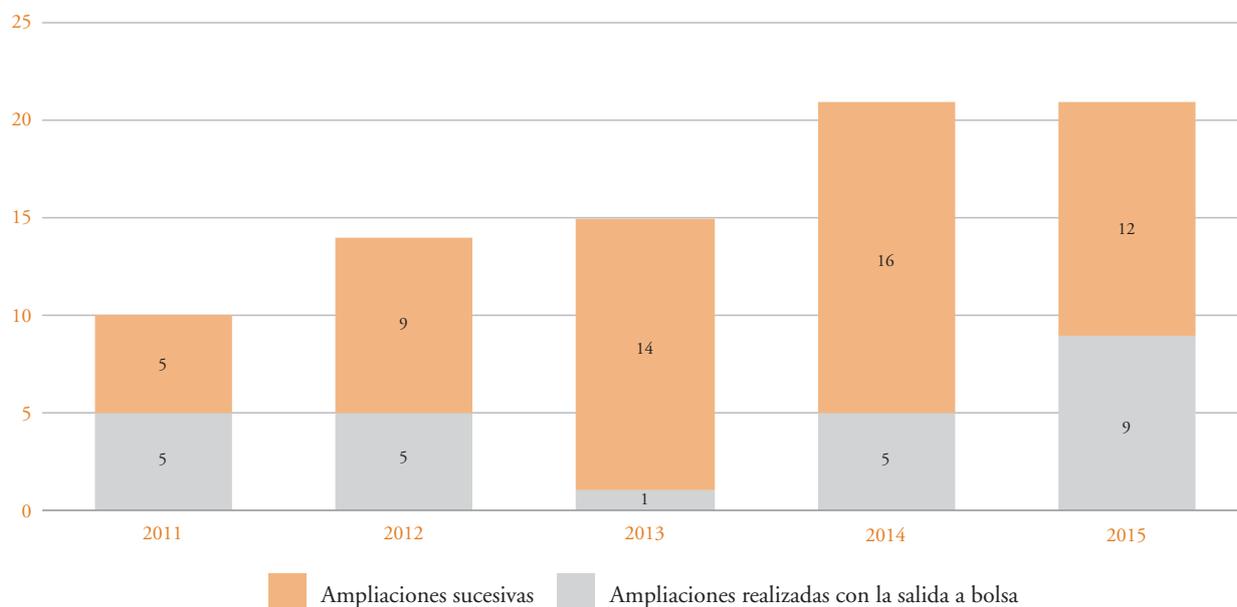
## 6. MAB, cada vez más empresas optan por el mercado

El mercado alternativo bursátil (MAB) para empresas en expansión va progresivamente consolidando su papel. La combinación que ofrece de financiación, liquidez para los accionistas, valoración permanente o reconocimiento público de las compañías lo convierten en un instrumento de gran potencial como punta de lanza del cambio en el modelo de financiación de las empresas españolas. Así lo han reconocido diferentes instancias públicas que lo han apoyado con incentivos fiscales o ayudas económicas a las empresas para preparar su salida al mercado.

El número de empresas admitidas a cotización ha continuado creciendo en 2015 hasta alcanzar las 34 empresas al cierre de 2015, nueve más que en 2014. Adicionalmente, de las 34 compañías, nueve han recurrido al uso de ampliaciones de capital social para obtener nuevos recursos financieros a lo largo del año. En 2015 estas compañías han obtenido de esta forma 70 millones de euros que sumados a los 41 millones

**Gráfico 4**

**Número de ampliaciones de capital en el mercado alternativo bursátil (MAB) para empresas en expansión, 2011-2015**

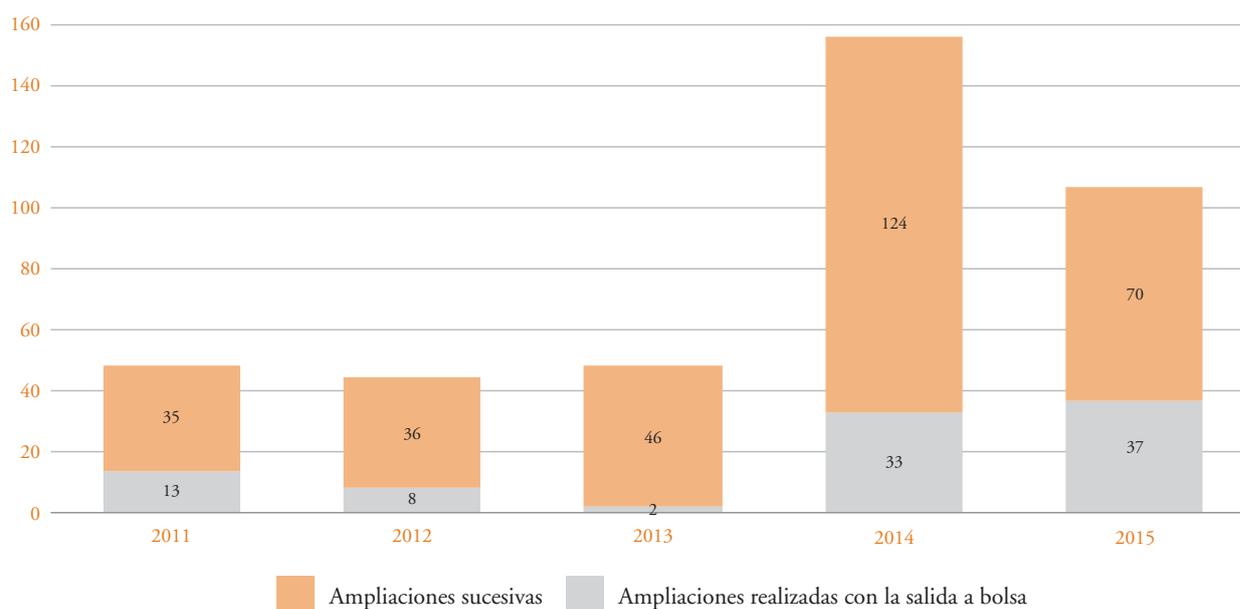


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

**Gráfico 5**

**Volumen efectivo de las ampliaciones de capital en el mercado alternativo bursátil (MAB) para empresas en expansión, 2011-2015**

Datos en millones de euros



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

conseguidos con las nueve nuevas incorporaciones hacen un total de 111 millones movilizados en este segmento del mercado alternativo.

## 7. Mercado alternativo de renta fija (MARF)

Desde hace apenas dos años un creciente número de empresas cuenta con opciones de financiación mediante la emisión y admisión a negociación de deuda corporativa materializada en diferentes instrumentos. En ese corto período, el mercado alternativo de renta fija ha superado los 1.250 millones de euros en emisiones de empresas y alcanza un saldo en circulación de unos 1.000 millones de euros a finales de 2015.

Las emisiones que se han realizado en este mercado han sido efectuadas por empresas de mediana dimensión, dando así cumplimiento a los fines para los que fue creado en diciembre de 2013, a través de emisiones de pagarés, bonos simples y bonos de proyecto, realizadas por más de veinte compañías que han emitido individualmente y más de cien empresas que se han financiado vía la titulación de sus derechos de crédito y facturas en emisiones de bonos de titulación.

Esta financiación obtenida a través del mercado alternativo se ha canalizado mediante emisiones de distinta naturaleza y en distintos plazos. En emisiones a medio y largo plazo, los vencimientos oscilan entre 5 y 26 años, con un volumen superior a los 700 millones de euros, de los que cerca de 450 millones son bonos simples, casi 50 millones son bonos de titulación y más de 230 millones se han financiado en bonos de proyecto.

A través de pagarés, es decir, mediante emisiones de corto plazo –entre tres meses y dos años– las empresas han obtenido en el MARF un volumen total superior a los 650 millones de euros, con programas de emisión que de forma agregada disponen de un saldo vivo máximo total por encima de 850 millones de euros.

## 8. Un nuevo marco legal para la titulación

También en el ámbito de los mercados de renta fija es importante destacar el esfuerzo legislativo relacionado con el mercado de titulación que se ha llevado a cabo

en 2015 para tratar de revitalizar este instrumento de gran importancia para la financiación bancaria y empresarial. Desde el año 2007 hasta 2015 la emisión de activos financieros de titulación ha sufrido una reducción en torno a un 70% en Europa. En España, el valor del saldo en circulación de los bonos de titulación admitidos a negociación en el mercado de deuda corporativa AIAF de la bolsa española ha caído a la mitad entre el cierre de 2009 y 2015.

En abril de 2015 se aprobó en España la Ley de Fomento de Financiación Empresarial (Ley 5/2015) que incluye, entre múltiples novedades, un nuevo marco normativo para la titulación con el objetivo de revitalizarlo y aproximarlos al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas en este terreno. La nueva regulación fortalece sustancialmente las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor, en línea con las mejores prácticas internacionales, y se especifican las funciones que deben cumplir las sociedades gestoras, que, en todo caso, incluirán la administración y la gestión de los activos agrupados en los fondos de titulación, sin perjuicio de la repercusión al fondo de titulación de los gastos que correspondan, de acuerdo con lo previsto en la escritura de constitución.

Por otro lado, se unifican en una única categoría legal los fondos de titulación de activos y los fondos de titulación hipotecaria, si bien los ya existentes de esta última categoría en el momento de entrada en vigor de la ley cohabitarán con los nuevos fondos de titulación de activos hasta que se extingan progresivamente.

Por su parte, la Comisión Europea presentó en septiembre una propuesta de reglamento para establecer un marco europeo para la titulación simple, transparente y normalizada. Esta propuesta de reglamento, que se enmarca dentro del plan de acción, publicado el 30 de septiembre, para la creación de una Unión de Mercados de Capitales (UMC) en la Unión Europea (UE), parte de la consulta pública sobre la posibilidad de crear un marco europeo para una titulación de alta calidad que era una de las actuaciones a corto plazo que proponía el Libro Verde de la CE sobre la creación de la UMC de febrero de 2015.

**Cuadro 2**

**Emisiones incorporadas al MARF desde su creación ordenadas por fecha de emisión**

Instrumento	Emisor	Sector	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo	Emisión máx. (1)	Volumen emitido (2)
Bonos	Copasa	Construcción	19/12/13	19/12/18	5 años	50.000.000 €	50.000.000 €
Bonos	Tecnocom	Tecnología y telecom	08/04/14	08/04/19	5 años	35.000.000 €	35.000.000 €
Pagarés (programa) (3)	Elecnor	Metal-mecánica	01/04/14	01/04/15	Entre 3/731 días	200.000.000 €	121.000.000 €
Pagarés (programa) (3)	Tubacex	Minero-metal	21/05/14	15/01/16	Entre 30/365 días	75.000.000 €	29.900.000 €
Pagarés (programa) (3)	Europac	Papel	18/06/14	18/06/15	Entre 3/731 días	50.000.000 €	50.000.000 €
Bonos	Ortiz	Construcción	03/07/14	03/07/19	5 años	50.000.000 €	50.000.000 €
Bonos	Eysa	Comercio y turismo	23/07/14	23/07/21	7 años	75.000.000 €	75.000.000 €
Bonos	Audax	Energía y agua	29/07/14	29/07/19	5 años	21.000.000 €	21.000.000 €
Bonos de titulización (5)	IM Auriga Pymes	Servicios financieros	06/10/14	22/01/22	8 años	500.000.000 €	47.000.000 €
Pagarés	Barceló	Inmobiliaria	22/10/14	22/10/15	Entre 3/180 días	75.000.000 €	55.000.000 €
Pagarés	Copasa	Construcción	31/10/14	31/10/15	Entre 3/731 días	20.000.000 €	8.500.000 €
Bonos de proyecto (4)	Viario A31	Autopistas	25/11/14	25/11/24	10 años	47.000.000 €	47.000.000 €
Bonos	Copasa	Construcción	19/12/14	19/12/20	6 años	30.000.000 €	30.000.000 €
Bonos	Sidecu	Comercio y turismo	18/03/15	18/03/20	5 años	55.000.000 €	55.000.000 €
Pagarés (programa) (3)	Elecnor	Metal-mecánica	01/04/15	01/04/16	Entre 3/731 días	200.000.000 €	90.000.000 €
Pagarés (programa) (3)	Tubacex	Minero-metal	20/05/15	20/05/16	Entre 3/731 días	75.000.000 €	75.000.000 €
Bonos de proyecto (4)	Autovía de la Plata	Transp. y comunicaciones	27/05/15	31/12/41	26 años	184.500.000 €	184.500.000 €
Bonos	Pikolín	Bienes de consumo	27/05/15	27/05/25	10 años	20.000.000 €	20.000.000 €
Bonos	Pikolín	Bienes de consumo	27/05/15	27/05/22	7 años	10.000.000 €	10.000.000 €
Pagarés	Europac	Papel	17/06/15	17/06/16	Entre 3/731 días	50.000.000 €	10.000.000 €
Bonos	Masmovil Ibercom	Telecomunicaciones	30/06/15	30/06/20	5 años	27.000.000 €	27.000.000 €
Bonos	Zeltia	Biotecnología	07/07/15	07/07/27	12 años	17.000.000 €	17.000.000 €
Pagarés titulización	IM Fortia	Servicios financieros	29/07/15	29/07/16	Entre 3/731 días	400.000.000 €	56.000.000 €
Bonos (programa) (6)	Saint Croix Socimi	Inmobiliaria	30/09/15	30/09/16	Entre 2/7 años	80.000.000 €	-
Bonos (programa) (6)	OC II-Sugal	Alimentación	21/10/15	21/10/16	Entre 3 y 7 años	80.000.000 €	42.000.000 €
Pagarés (programa) (3)	Copasa	Construcción	06/11/15	06/11/16	Entre 3/731 días	20.000.000 €	7.300.000 €
Pagarés (programa) (3)	Grupo Aldesa	Construcción	04/12/15	04/12/16	Entre 3/731 días	50.000.000 €	-
Pagarés (programa) (3)	El Corte Inglés	Comercio y turismo	17/12/15	17/12/16	Entre 3/731 días	300.000.000 €	50.000.000 €

(1) Emisión máxima: volumen máximo de la emisión contemplado en el folleto de emisión.

(2) Volumen emitido: volumen efectivamente emitido hasta la fecha.

(3) Pagarés (programa): programa de emisión de renta fija a corto plazo que se emite en distintos momentos y a distintos plazos durante la vida del programa. Como fecha de vencimiento figura el plazo de vigencia del programa.

(4) Bonos de proyecto: emisión que va destinada a financiar grandes proyectos de infraestructura.

(5) Bonos de titulización: emitidos por un fondo de titulización sobre los derechos de créditos comerciales de pymes, que respaldan para atender sus pagos (cupones y amortización) con la cartera de facturas adquiridas.

(6) Bonos (programa): programa de emisión de bonos en diferentes tramos dentro de un programa base. Como fecha de vencimiento figura el plazo de vigencia del programa.

Los objetivos del reglamento son, pues, el establecimiento de un marco de alta calidad para la titulación en la UE que pueda promover la integración de los mercados financieros, ayudar a diversificar las fuentes de financiación y desbloquear el capital, haciendo que sea más fácil para las entidades de crédito y los prestamistas conceder préstamos a los hogares y las empresas.

### 9. Regulación del *crowdfunding*

También dentro de la citada Ley de Fomento de la Financiación Empresarial aprobada en 2015 se ha regulado y ha entrado en vigor por primera vez en España el régimen jurídico de la financiación a través de las plataformas de *crowdfunding*, a las que la ley denomina *plataformas de financiación participativa*, y a las que reserva la realización en exclusiva de esta actividad (7). Se establecen los requisitos que deben cumplir estas plataformas, las prohibiciones de la actividad; así como los requisitos de los promotores de los proyectos y los mecanismos de protección al inversor.

Las plataformas *crowdfunding* se encargan de poner en contacto, a través de una web habilitada al efecto, a promotores de proyectos que demandan financiación mediante la emisión de valores o solicitud de préstamos, con inversores u oferentes de fondos que buscan en la inversión un rendimiento.

El *crowdfunding* es un fenómeno con diversas manifestaciones, de las que la ley únicamente regula aquellas en las que prima el componente financiero de la actividad o en las que el inversor espera recibir una remuneración monetaria por su participación. Quedan fuera del ámbito regulatorio las plataformas basadas en compraventas y en donaciones.

Estas plataformas de financiación constituyen un novedoso mecanismo de desintermediación financiera que ha crecido de manera significativa en todo el mundo en los últimos años como alternativa a la financiación bancaria, y en el que sobresalen dos características: la participación masiva de inversores minoristas que financian con cantidades reducidas pequeños proyectos de alto potencial y el carácter arriesgado de dicha

inversión. En este sentido, la regulación establece caminos de protección al inversor, basados en requisitos de registro, de información, prohibiciones, normas de conducta y límites a la inversión.

Con la regulación del *crowdfunding* se da un paso más para fomentar fórmulas alternativas a la financiación bancaria para las pequeñas y medianas empresas españolas.

### 10. Capital Markets Union (CMU)

Por su relevancia potencial de cara al futuro, merece un lugar destacado entre los hitos financieros del año el proyecto denominado Unión de los Mercados de Capitales. El 30 de septiembre de 2015 la Comisión Europea publicó el plan de acción para la construcción de una Unión de los Mercados de Capitales (Action Plan on Building a Capital Markets Union). El plan se encuadra en el marco diseñado por la Comisión Europea presidida por el comisario Juncker para impulsar el empleo, el crecimiento y la inversión (8).

En el documento presentado, la CE reconoce que a pesar de ser el libre movimiento de capitales uno de los principios básicos en los que se asienta el mercado interior, los mercados de capitales europeos se encuentran fragmentados y no se han desarrollado lo suficiente. Con la intención de superar estas limitaciones se propone la adopción de treinta y tres medidas con las que se busca fomentar un mayor grado de integración financiera a nivel europeo, facilitar el acceso a la financiación a las empresas europeas en las distintas fases de su crecimiento, ampliar el espectro de inversiones seguras a las que pueden tener acceso los inversores y mejorar la estabilidad del sistema financiero europeo.

#### NOTAS

- (1) En Requeijo, J. (dir.); Maudos, J. (subdir.) y García Coto, D. (subdir.) (2014), puede encontrarse evidencia sobre la necesidad de diversificar la financiación empresarial en España.
- (2) En Maudos, J. y Fernandez de Guevara, J. (2014), puede encontrarse un análisis detallado del endeudamiento de las empresas españolas y las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

- (3) Salas, V. (2014), anticipa estos cambios en la estructura financiera empresarial para mantener la competitividad internacional, en línea con lo que ocurre en otros países desarrollados.
- (4) De acuerdo con datos de la Asociación de Capital Riesgo (ASCRI), alrededor de unas 2.300 al cierre del año 2014. En Guilanyá Mercadé, A. y Mazaira Font, D. (2014), se revisan las características e historia del capital riesgo como fuente de financiación empresarial.
- (5) En el Informe 2015 *Posición Internacional de la empresa cotizada española* de García Coto, D. y Fernández Valbuena, S. (dir.) (2015), se pone de relieve la importancia e influencia que tienen las empresas cotizadas en bolsa sobre el gran impulso económico exterior de la economía española en los últimos 25 años.
- (6) En las *Cuentas Financieras de la Economía Española* publicadas por el Banco de España a través de su página web, la valoración al cierre del segundo trimestre de 2015 de las acciones de las compañías españolas cotizadas es de 683.238 millones de euros y la valoración de las acciones de las compañías no cotizadas es de 846.616 millones de euros. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/0205a.pdf>
- (7) Una introducción al *crowdfunding* para inversión puede encontrarse en García Coto, D. y Alonso, A. (2014).
- (8) Las palabras del presidente Juncker en su discurso del mes de julio de 2015 ante el Parlamento Europeo sobre el plan de acción resultan esclarecedoras: *Debemos complementar las nuevas reglas europeas para los bancos con una Unión de Mercados de Capitales. Para mejorar la financiación de nuestra economía debemos desarrollar e integrar los mercados de capitales. Se reducirá el coste de obtener capital, sobre todo para las pymes, y ayudará a reducir la elevada dependencia de la financiación bancaria. Aumentará así el atractivo de Europa como lugar para invertir.*

### BIBLIOGRAFÍA

- García Coto, D. y Fernández Valbuena, S. (dir.) (2015), «Informe 2015. Posición Internacional de la empresa cotizada española», BME y Telefónica, Madrid.
- García Coto, D. y Alonso, A. (2014), «Financiación empresarial 2.0: *Crowdfunding* para inversión y otras plataformas», en *Los retos de la financiación del sector empresarial*, Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, Madrid.
- Guilanyá Mercadé, A. y Mazaira Font, D. (2014), «Un repaso a la historia del capital riesgo y una mirada al futuro a partir de su funcionamiento y agentes protagonistas», en *Los retos de la financiación del sector empresarial*, Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, Madrid.
- Maudos, J. y Fernández de Guevara, J. (2014), «El endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo: el impacto de la crisis», Fundación BBVA, Madrid.
- Orellana, E. y Del Río, A. (2015), «Las emisiones de deuda corporativa en la eurozona durante la crisis», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre, pág. 63. Madrid.
- Peña, I. (2015), «Nuevo mapa de la financiación a pymes: alternativas de financiación en el contexto de la reactivación bancaria», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 249, noviembre/diciembre, pág. 77, Madrid.
- Requeijo, J. (dir.); Maudos, J. (subdir.) y García Coto, D. (subdir.) (2014), «Los retos de la financiación del sector empresarial», Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, Madrid.
- Salas, V. (2014), «Cambios en la estructura financiera, coste de capital e inversión en las empresas españolas», en *Los retos de la financiación del sector empresarial*, Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios, Madrid.

**242**  
**3/2015**

# *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**

*Victoria Soldevila Lafon, Jordi Rosell Foxá  
y Lourdes Viladomiu Canela*

Repercusiones de los regímenes alimentarios mundiales en la evolución de la seguridad alimentaria: el caso de Mauritania.

*Elisa Noemí Cofre Cachago, José Luis Yagüe Blanco y Marco Vinicio Moncayo Miño*

Seguridad y Soberanía alimentaria: análisis comparativo de las leyes en siete países de América Latina.

*Elisa Botella Rodríguez*

Desarrollo mirando hacia fuera en Costa Rica: oportunidades y problemas para los pequeños productores a principios del siglo XXI.

*Helena María Bolas Araya, Elies Seguí Mas y Fernando Polo Garrido*

Verificación de informes de sostenibilidad en la industria agroalimentaria.

---

Director: Carlos Gregorio Hernández Díaz-Ambrona

Suscripción anual (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. Telf.: (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. Paseo de la Infanta Isabel, 1. Pabellón A - 28071 Madrid (España). Telf.: 91 347 55 48. E-mail: redaccionReeap@magrama.es

## DIMENSIÓN GEOGRÁFICA DE LA INVERSIÓN DIRECTA EXTERIOR DESDE UNA PERSPECTIVA ESPAÑOLA

Juan José Durán Herrera (\*)

Catedrático. Centro Internacional Carlos V, UAM

### RESUMEN

La geografía internacional de la actividad de la empresa exportadora y de la inversión directa en el exterior se concentra invariablemente en Europa y América, en cotas en torno del 95%, y con cierta estructura sectorial relativamente estable, en términos de *stocks*. Los flujos en 2015 no indican ninguna variante significativa. Sí lo han sido en cambio las desinversiones en los últimos años.

### PALABRAS CLAVE

Inversión directa en el exterior, Multinacionales españolas, Comercio exterior español, Idioma español.

### 1. Introducción

Actualmente los negocios internacionales se siguen desarrollando en un contexto de fragilidad e incertidumbre de la economía mundial y con riesgos geopolíticos elevados, a lo que hay que añadir dudas motivadas sobre la eficacia de las políticas públicas de los diferentes países. En este entorno, sin embargo, la regulación general sobre la inversión directa en el exterior de la gran mayoría de los países continúa siendo favorable (liberalizadora).

Según se aprecia en los datos de UNCTAD, los flujos totales de inversión directa exterior (IDE) descendieron un 16% en 2014 (en los años de crisis, la tasa media de crecimiento superaba el 3% anual). En los países más avanzados se registró un bajo nivel de IDE (contabilizándose un descenso del 28%) con reflejo en considerables desinversiones. En cambio, los flujos asociados a los países menos desarrollados crecieron en ese mismo periodo un 2%.

Los flujos dirigidos a América Latina han descendido en 2014 en un 14%. Para 2015 se espera un crecien-

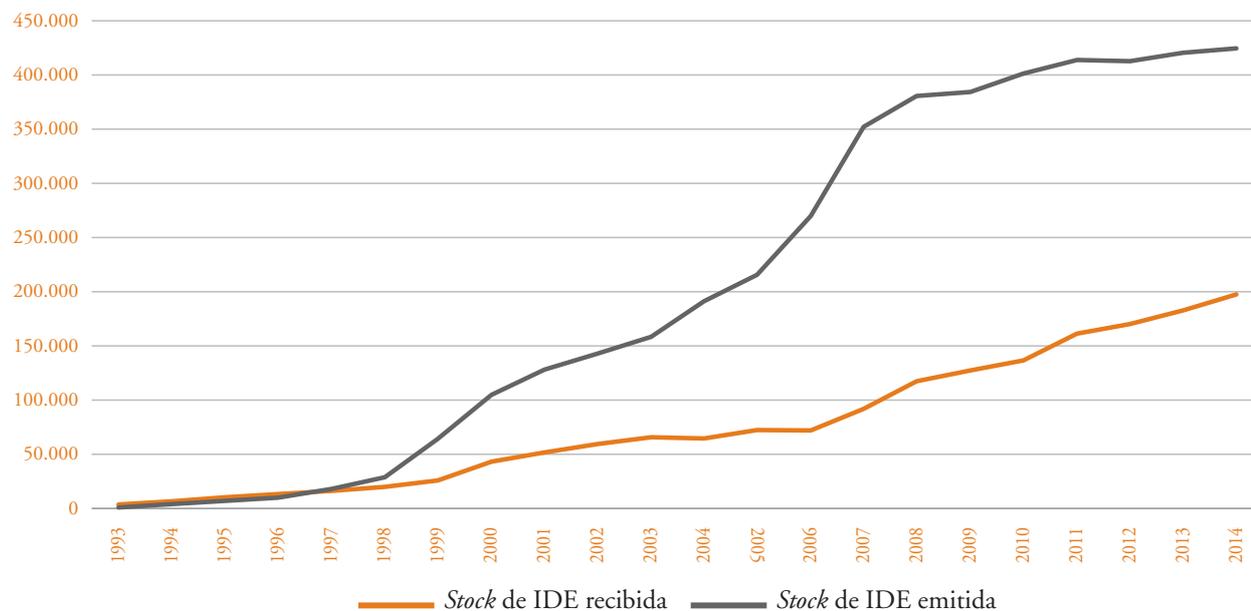
to de flujos totales de IDE en torno al 10% (8% para 2016 y 16% para 2017). Estas proyecciones en lo referente a los países más avanzados son, respectivamente, 4, 14 y 17%, para los años 2015, 2016 y 2017, mientras que para los menos desarrollados son 3, 4 y 16%, respectivamente. Desde el punto de vista de la emisión de inversión directa hacia el exterior, ha destacado el dinamismo de las multinacionales de los países menos desarrollados, especialmente en las originarias del sudeste asiático y en la adquisición de filiales de multinacionales de los países más desarrollados.

En el caso español se constata que los flujos de inversión directa recibidos y emitidos han contribuido en ambos casos a incrementar el *stock* de estas magnitudes (ver gráfico 1), comprobándose que el ejercicio 2015 continuará en esta misma tónica. El gráfico 1 recoge datos acumulados en términos netos de inversión directa desde 1993, por lo que los *stocks* están algo infravalorados especialmente los relativos a la IDE recibida (con una mayor tradición en España, que la emitida hacia el exterior). No hay que olvidar que la economía española ha sido receptora neta de inversión extranjera desde su apertura exterior en 1960. Esta realidad puede apreciarse mejor en el cuadro 1 con datos de UNCTAD.

(\*) Agradezco la ayuda y comentarios de la doctora Dávila Vargas-Machuca, de la Universidad de Jaén.

**Gráfico 1****Evolución del *stock* de IDE recibida y emitida en la economía española, 1993-2014 (\*)**

Datos en millones de euros

(\*) *Stocks* obtenidos por acumulación de flujos de inversión neta. Operaciones no ETVE.

Fuente: Elaborado con base en Datainvox.

**Cuadro 1****Stock de inversión directa en y de la economía española. Años seleccionados**

Datos en millones de dólares estadounidenses

Año	ID emitida	ID recibida	Posición neta
1990	15.652	65.916	-50.264
2000	129.194	156.348	-27.154
2004	282.294	407.472	-125.178
2005	305.427	384.538	-79.111
2006	436.068	461.528	-25.460
2007	582.056	585.857	-3.801
2008	590.694	588.901	1.793
2009	625.799	632.246	-6.447
2010	653.236	628.341	24.895
2011	656.504	628.950	27.554
2012	636.731	644.677	-7.946
2013	643.226	715.994	-72.768
2014	1.945.919	2.134.247	-188.328

Fuente: Elaborado con base en UNCTAD.

## 2. Estructura geográfica y sectorial de las filiales españolas en el exterior y del comercio exterior español

La inversión directa española en el exterior, en términos de *stocks*, se concentra en más del 97% en América y Europa, mientras que la inversión recibida en los últimos años procede básicamente de Europa, alcanzando un 87%. Aunque previsiblemente infravalorado, se estima que el número de multinacionales españolas asciende a 2.310, que coordinan unas 4.760 filiales en el exterior. Próximo al 92% de filiales en el exterior están localizadas en Europa y América (ver cuadro 2) y más del 55% en solo diez países, que explican el 71,37% de las ventas en el exterior de estas empresas con el 60,62% del empleo en el exterior (ver cuadro 3).

El comercio exterior español también arroja altas cotas de concentración geográfica, especialmente en Europa, aunque con una mayor diversificación espacial que la observada para la inversión directa. Así, las exportaciones (241.000 millones de euros) e importaciones (266.000 millones de euros) españolas por grandes áreas geográficas registran en 2014 las cifras presentadas en el cuadro 4 (en porcentaje). Los datos hasta octubre de 2015 reflejan una distribución por zonas similar a la del ejercicio previo. Del análisis de estas variables se confirma una situación de déficit comercial de cerca de

25.000 y 21.000 millones de euros en 2014 y 2015, respectivamente, apreciándose en la zona euro una reducción en su saldo positivo (paso de 7.700 a 7.363 millones de euros) frente a unas exportaciones netas negativas en América Latina, que también disminuyeron (de -2.956 a -140 millones de euros) y a un comportamiento de cambio de signo en Estados Unidos (superávit comercial de 273 millones de euros en 2014 y déficit comercial de 1.157 millones de euros en 2015).

Los sectores exportadores más relevantes son: bienes de equipo (20%), automóvil (17%), alimentación y bebidas (16%) y productos químicos (15%). El sector del automóvil (con un aumento próximo al 24%, hasta octubre, respecto del año anterior) juega un papel destacado no solo en las exportaciones sino también en las importaciones derivadas de la cadena de valor de la que forman parte.

En general, existe una fuerte integración comercial (de tipo vertical) en la Unión Europea (UNCTAD, 2013) y una fuerte interdependencia de las exportaciones de los países miembros con la actividad del conjunto de la UE. La Unión Europea ocupa el primer lugar en la participación regional en las cadenas internacionales de valor. El valor añadido proporcionado por la misma región a las exportaciones de los países de la UE en los últimos años ascendía al 67%, mientras que el valor añadido doméstico incorporado a las exportaciones

### Cuadro 2

#### Distribución geográfica de las filiales en el exterior de las empresas multinacionales españolas, 2013

Datos en millones de euros y porcentajes

Zona geográfica	Núm. filiales	Porcentaje
Zona euro	1.749	36,74%
Resto de la Unión Europea	841	17,67%
Resto de Europa	176	3,70%
América	1.596	33,53%
Asia	250	5,25%
– China	90	1,89%
África y Oceanía	148	3,11%
<b>Total</b>	<b>4.760</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: INE (2015).

**Cuadro 3****Distribución sectorial de las filiales en el exterior de las empresas multinacionales españolas. Principales indicadores, 2013**

Datos en millones de euros y porcentajes

Sector	Núm. filiales	Ventas	Empleo
Servicios	35,44%	32,92%	38,71%
Comercio	25,38%	18,99%	20,49%
Industria	22,71%	38,72%	28,68%
Construcción	16,47%	9,38%	12,11%
<b>Total</b>	<b>4.760</b>	<b>163.632</b>	<b>603.265</b>
<b>10 principales países en ventas (*)</b>	<b>55,42%</b>	<b>71,37%</b>	<b>60,62%</b>

(\*) Reino Unido, Brasil, Estados Unidos, México, Francia, Perú, Portugal, Argentina, Italia y Polonia.

Fuente: INE (2015).

de otros países de la UE era responsable de un 84% (España, de un 48%). Se estima que un 40% de las exportaciones españolas son comercio intraempresas (a nivel internacional este tipo de intercambios explica en torno a un tercio del comercio mundial).

En octubre de 2015, según el Informe de Comercio Exterior, el número de empresas que exportan regularmente más de 50 millones de euros durante los últimos cuatro años, alcanzan la cifra de 46.930, algo más de un 4% respecto de la cifra de 2014. El número total de exportadores asciende a 132.277 (un 0,7% inferior a la cifra registrada en el año previo). En 2015 (hasta octubre) han crecido un 3,83%.

**3. Ámbito internacional y sectorial de la IDE en España y en el exterior**

La inversión directa neta realizada por empresas españolas (y por filiales de multinacionales extranjeras) en el exterior, acumulada para el periodo 1993-2014 (1), es básicamente birregional: más de un 97% se localiza en Europa y América, situándose menos de un 3% en el resto del mundo (ver cuadro 5). Aunque la estructura regional ha cambiado en los noventa y a partir del comienzo de este siglo, en 2014 se localizaba un 58% en Europa, un 26% en América Latina y un 13% en América del Norte. Estas cifras indican el grado de globalización de las empresas españolas, a través de su

**Cuadro 4****Exportaciones e importaciones españolas por grandes áreas geográficas. 2014 y 2015 (\*)**

Datos en millones de euros y porcentajes

		Europa	Estados Unidos	América Latina	Suma	Total
2014	Exportación	68,70%	4,43%	5,82%	78,95%	240.581,83
	Importación	59,34%	3,91%	6,38%	69,63%	265.556,61
2015 (*)	Exportación	69,65%	4,60%	5,98%	80,23%	208.430,45
	Importación	60,18%	4,70%	5,51%	70,39%	228.960,73

(\*) Datos provisionales: hasta octubre de 2015.

Fuente: Elaborado con base en Datacomex.

**Cuadro 5****Distribución geográfica (origen y destino) de la IDE de España, 1993-2015**

Datos en miles de millones de euros y porcentajes

	Emitida				Recibida			
	1993-2007	1993-2014	Variación 2007/2014	2015 (*)	1993-2007	1993-2014	Variación 2007/2014	2015 (*)
América Latina	27,14%	26,44%	17,46%	-2,50%	2,31%	3,70%	244,03%	22,55%
América del Norte	9,30%	12,67%	64,16%	63,34%	4,11%	2,89%	21,57%	2,75%
Europa	60,69%	58,12%	15,46%	38,50%	92,75%	87,28%	102,42%	63,73%
UE-15	53,36%	50,57%	14,24%	39,52%	88,54%	83,73%	103,43%	57,03%
Asia y Oceanía	1,15%	0,57%	-39,92%	0,27%	-0,03%	5,18%	-	9,36%
África	1,25%	1,29%	24,29%	0,12%	0,30%	0,36%	160,58%	0,11%
Resto	0,48%	0,92%	131,61%	0,28%	0,56%	0,58%	123,79%	1,50%
Miles de millones de €	100,00%	100,00%	20,56%	100,00%	100,00%	100,00%	115,12%	100,00%
	351,96	424,33	72,37	11,89	91,74	197,34	105,60	4,97
<b>América + Europa</b>	<b>97,13%</b>	<b>97,23%</b>	<b>20,68%</b>	<b>99,34%</b>	<b>99,54%</b>	<b>93,93%</b>	<b>103,62%</b>	<b>89,03%</b>

(\*) Enero-junio.

Fuente: Elaborado con base en Datainve.

IDE y que dada la asimetría de tamaño existente muy pocas empresas, las de mayor dimensión, pueden ser consideradas globales al estar presentes de manera simultánea y significativa en las regiones europeas y americanas y en otros continentes, especialmente en el asiático y africano, y tener internacionalizada su estructura de capital (deuda y accionistas).

Si paralelamente observamos la IDE recibida por la economía española en el cuadro 5 encontramos una muy destacada concentración europea: más del 87% de la inversión directa extranjera procede de Europa (83,73% de la UE-15), cercano al 3% de Norteamérica y al 4% de América Latina (países más importantes México, Venezuela, Uruguay, Brasil y Panamá) y más de un 5% la cifra asignada a Asia. Las inversiones que más han crecido desde 2007 a 2014 han sido las venezolanas, chilenas, brasileñas, mexicanas, y fuera del binomio América-Europa, las procedentes de China.

Desde un punto de vista mesoeconómico, la estructura del *stock* de inversiones españolas en el exterior en 2014 está protagonizada por banca y otros interme-

diarios financieros, 32,65%; manufacturas, 19,68%; construcción, 13,06% y suministro de energía eléctrica y gas natural, 10,82%. A pesar de los pesos de estas ramas de actividad, la primera y última son las que más han variado positivamente de 2007 a 2014, con crecimientos del 41% y del 25%, respectivamente. Por su parte, la industria extractiva del petróleo y gas natural es la que más ha perdido valor en dicho periodo (6,33%).

Considerando la distribución sectorial de la entrada de IDE en España en términos de *stocks* en 2014 sobresalen los sectores de telecomunicaciones, servicios informáticos y comunicaciones, 18,48%; suministro de energía y gas natural, 17,43%; manufacturas, 17,22%, y comercio, 12,94%. Sin embargo, las agrupaciones sectoriales que más han crecido durante el periodo de la Gran Recesión han sido transporte, comercio y banca y servicios financieros.

En términos de flujos para el año 2015 (enero-junio), aunque varían los pesos, la geografía general, europea y americana, permanece relativamente estable.

Se observa la mayor importancia de los flujos cuyo destino es América del Norte (63,34%) y el menor peso de América Latina (-2,5%, con desinversiones españolas de 297,24 millones de euros) y Europa (38,5%). Ahora bien, en términos de IDE recibida en este periodo, aumenta la efectuada por empresas latinoamericanas (22,55%) y asiáticas (9,36%). En este sentido se puede subrayar la inversión china en España, especialmente relevante en la etapa 2012-2014; en 2014 se invirtió cerca de un 50% más que en 2013 y cabe esperar que en 2015 se supere la cifra del año precedente.

Comparando los flujos de inversión directa bruta y neta, emitida hacia el y recibida del exterior, podemos tener una aproximación a las desinversiones realizadas durante el ejercicio (ver cuadros 6 y 7). Así, España ha desinvertido en el exterior cerca de tres mil millones de euros: 48,3% en Europa, 34% en América Latina y 13% en América del Norte (EE.UU. y Canadá). La distribución sectorial de las desinversiones se registra en: telecomunicaciones

(27%), extracción de petróleo y gas natural (23%), construcción (21%) y banca y otros intermediarios financieros (13%).

De otra parte, las desinversiones en España de empresas extranjeras durante el primer semestre de 2015 han alcanzado un valor próximo a 3.600 millones de euros, de los que el 98,4% está protagonizado por empresas europeas. Estas cifras corresponden un 37,6% a suministro de energía eléctrica y gas natural, un 25% a banca y servicios financieros, un 14% a construcción y un 10% a actividades inmobiliarias.

#### 4. El español, factor de localización de la IDE española en el exterior

Los flujos de información, su calidad, entre país de origen y de destino (huésped) de la IDE; entre matriz y filiales, pueden verse afectados por diferencias en lengua, cultura, sistema político, nivel de educación y desarrollo y condiciones económicas de los países.

### Cuadro 6

#### Distribución geográfica y sectorial de las desinversiones españolas en el exterior, enero-junio 2015

Datos en millones de euros y porcentajes

Países y sectores de destino de la IDE	Flujos de salida de inversión bruta		Flujos de salida de inversión neta		Desinversiones españolas en el exterior	
	Millones de euros	Porcentaje	Millones de euros	Porcentaje	Millones de euros	Porcentaje
América Latina	715,02	4,82	-297,24	-2,50	1.012,27	34,24
EE.UU. y Canadá	7.905,81	53,26	7.529,75	63,34	376,07	12,72
Europa	6.003,79	40,44	4.577,28	38,50	1.426,52	48,25
<b>Total países/sectores</b>	<b>14.844,94</b>	<b>100,00</b>	<b>11.888,33</b>	<b>100,00</b>	<b>2.956,61</b>	<b>100,00</b>
Extracción de petróleo y gas natural	313,08	2,11	-378,41	-3,18	691,49	23,39
Construcción	2.761,78	18,60	2.127,25	17,89	634,53	21,46
Telecomunicaciones	723,16	4,87	-68,15	-0,57	791,31	26,76
Banca y otros intermediarios financieros	1.639,24	11,04	1.254,92	10,56	384,32	13,00

Fuente: Elaborado con base en Datainve.

**Cuadro 7****Distribución geográfica y sectorial de las desinversiones en España de empresas extranjeras, enero-junio 2015**

Datos en millones de euros y porcentajes

Países y sectores de destino de la IDE	Flujos de entrada de inversión bruta		Flujos de entrada de inversión neta		Desinversiones en España de empresas extranjeras	
	Millones de euros	Porcentaje	Millones de euros	Porcentaje	Millones de euros	Porcentaje
América Latina	1.131,60	13,26	1.120,96	22,55	10,64	0,30
EE.UU. y Canadá	165,47	1,94	136,50	2,75	28,97	0,81
Europa	6.673,80	78,21	3.168,08	63,73	3.505,72	98,40
<b>Total países/sectores</b>	<b>8.533,42</b>	<b>100,00</b>	<b>4.970,72</b>	<b>100,00</b>	<b>3.562,70</b>	<b>100,00</b>
Suministro de energía eléctrica, gas vapor y aire	1.957,78	22,94	616,67	12,41	1.341,11	37,64
Construcción	716,74	8,40	209,49	4,21	507,24	14,24
Banca y servicios financieros	1.006,58	11,80	106,58	2,14	899,99	25,26
Actividades inmobiliarias	1.130,68	13,25	765,54	15,40	365,14	10,25

Fuente: Elaborado con base en Datainvox.

A mayor distancia, institucional, económica y cultural, mayores barreras para la adquisición del conocimiento transferido en la organización de la empresa multinacional (EM). El idioma adoptado por una EM, como lengua funcional, como vehículo de información y comunicación interna, entre sede central y filiales y entre filiales, puede ser entendido como activo intangible complementario en las decisiones de localización de inversión directa en el exterior. En este sentido hay que apuntar la relevancia que adquieren los expatriados, que hablan la lengua de la EM, en las relaciones intraempresaria.

La lengua puede ser un factor determinante de la senda de expansión internacional de la empresa (2). El español no solo es lengua funcional en los países hispanoamericanos, sino que también lo es en muchas de las filiales estadounidenses (3) y brasileñas y, en cierta medida, en las europeas (4).

La relevancia del idioma puede ser asociada como factor significativo junto con lazos (personales, sociales e

informales) étnicos en la localización de IDE, así como en la creación y desarrollo de negocios étnicos: se reducen costes de transacción.

Estados Unidos es una sociedad multiétnica con una importante población española y latinoamericana (16,7% de la población). Esta población posee el 6,6% de todas las empresas del país (DPC, 2008), de forma que existen 1,6 millones de empresas de propiedad hispana que emplean a 1.536.795 personas (DPC, 2008). La población hispana aglutina un poder de compra de 1,5 billones de dólares (Nielsen Target Track, octubre 2014) y representa un mercado unificado en EE.UU. Además, la existencia de una lengua común favorece la contratación de directivos locales, la transmisión de información y transferencia de conocimiento dentro de la propia EM, al tiempo que contribuye a incrementar la demanda de productos de alto contenido idiomático (5). El español puede ser considerado un factor de localización de la inversión directa española en EE.UU. (Durán-Herrera, García-Cabrera y López-Duarte, 2015).

## 5. Reflexiones finales

La empresa multinacional española, desde el punto de vista de su localización internacional, es básicamente birregional (americana y europea). El número de filiales, la cifra de ventas y el *stock* de capital en estos dos continentes se sitúan en torno al 95% del total. Significativa concentración en estos ámbitos geográficos también se observa en el comercio exterior español (80,23 y 70,39%, respectivamente, para exportaciones e importaciones), así como también en la procedencia de la inversión directa extranjera en España (89%). Sin embargo, el número de empresas exportadoras y de multinacionales y el grado de diversificación geográfica de ambas siguen aumentando, aunque dentro de las cifras relativas mencionadas.

El entorno institucional, cultural, social y económico define el ámbito geográfico de la empresa internacional española y delimita en el tiempo el binomio rentabilidad-riesgo. La IDE responde a decisiones a largo plazo basadas en expectativas de generación de valor. En este contexto parece oportuno señalar que el PIB de Iberoamérica más el de la población hispana (y su economía étnica) de Estados Unidos integran, adicionalmente al europeo, un gran mercado con un claro potencial de crecimiento y con una elevada renta per cápita media. Esta realidad proporciona además claras ventajas institucionales de tipo cognitivo y normativo para las empresas de la zona. También constituye un factor de localización de IDE para las empresas iberoamericanas.

El mayor protagonismo que han ido alcanzando las cadenas de valor globales es una manifestación adicional del incremento de la interdependencia internacional de los países conectados a través de ellas. Esta situación en el marco de las megaintegraciones regionales que han ido surgiendo amplía el potencial de expansión geográfica y nivel de diversificación de las empresas españolas a través de EE.UU. y la UE. La posición neta inversora en el exterior de Estados Unidos y de Europa (y del conjunto de países más avanzados) es claramente positiva. Lógicamente el entorno de inestabilidad existente (conflictos bélicos, fragilidad de los mercados de materias primas y de petróleo, trampa generalizada de un elevado en-

deudamiento, terrorismo internacional) reduce ese potencial de expansión con elevado protagonismo de la IDE.

El desarrollo de la actividad derivada de las inversiones directas en el exterior se produce con decisiones sucesivas conjugando sus posibles implicaciones a corto, medio y largo plazo. Es decir, variaciones significativas del entorno inmediato (mercado de divisas, medidas fiscales, riesgo país, etc.) tendrán consecuencias en las estrategias y operativa de las multinacionales, que ejerciendo sus opciones reales pueden motivar reestructuraciones y medidas de cobertura de riesgos, combinando su red de filiales en el exterior con las opciones derivadas de las cadenas de valor locales y globales de las que forman parte.

En la actualidad las perspectivas en los países emergentes no son positivas (bajos precios de materias primas y del petróleo, crisis económica e institucional, fuerte dependencia de la divisa estadounidense), esperándose una caída de la actividad en América Latina en general (especialmente en Brasil) pero con mejores expectativas para México, Chile, Colombia y Perú, con un relativo estancamiento europeo y una buena senda de crecimiento estadounidense y con tipos de interés más elevados que en el pasado inmediato. Esta medida estadounidense de política monetaria gradual refleja la confianza de las autoridades en la solidez de su economía, contrarrestando el efecto restrictivo, y que se ha demorado, entre otros motivos, para evitar sacudidas en los mercados globales con influencia mayor en los emergentes. También hay que mencionar la desaceleración de la economía china, acompañada por la contracción de la demanda occidental, que transforma su modelo: sustituye producción industrial por consumo interno e inversión pública. Lenta recuperación de la eurozona, elevado endeudamiento privado y público (fuerte impacto en las cuentas públicas), inflación cero, tipos de interés cero e incluso negativos, elevado paro, caída de salarios en los últimos cinco años.

El precio del petróleo y el tipo de cambio del euro favorecen el consumo y las exportaciones. La subida del tipo de interés en EE.UU. tendrá efectos en las decisiones a corto plazo en las economías latinoamericanas,

que son dependientes de la financiación en dólares. Además, la teoría indica que la subida de tipos de interés debería traducirse en una mayor fortaleza de la divisa (dólar estadounidense) respecto al resto de monedas, pero este endurecimiento de la política monetaria norteamericana se traduce automáticamente en una rebaja en el tipo de cambio del euro/dólar, que impulsa las exportaciones españolas, relanzadas a su vez por los menores costes laborales internos y la caída del turismo en países rivales.

Por otro lado, desde el lado inversor, se argumenta que la depreciación de la moneda única impulsa los flujos de entrada de IDE en España, con base en el enfoque de la riqueza relativa y de los costes laborales relativos (mayor capacidad de compra de las empresas extranjeras al permitirles una financiación interna más barata para adquirir activos –y menores costes de producción– en el país de destino), aunque, por el contrario, y según el enfoque monetario de la balanza de pagos, basado en la confianza y estabilidad que transmita la economía anfitriona, aumentará la inversión (reversión y ampliación de las IDE existentes) en mercados con monedas apreciadas y viceversa.

Atendiendo a las expectativas cambiarias, habrá una mayor propensión a invertir en un país cuya moneda se está apreciando, ya que se incrementan las ganancias esperadas que se pueden lograr al localizarse y vender sus productos en el mercado anfitrión. Por tanto, aunque puede desanimar a nuevos inversores por el mayor coste de los activos a adquirir en ese lugar, sin embargo, impulsará a los inversores existentes para expandirse en dicha zona debido a la mayor corriente de ingresos que se pueden generar en el futuro.

En este contexto cabe esperar que las empresas españolas internacionalizadas dediquen especiales esfuerzos a equilibrar su estructura financiera de forma que modulen su coste de capital financiero, de deuda y de recursos propios (rentabilidad financiera del accionista) como rentabilidad mínima exigida a las decisiones de inversión directa en el exterior. Son, en definitiva, el binomio que conforma las decisiones a largo plazo de la empresa.

El potencial de crecimiento y expansión internacional de las empresas españolas está también condicionado por la generación de mayores dotaciones tecnológicas y de capital comercial. En este sentido además de mayor esfuerzo público y privado en I+D+i (6) habrá que ir consiguiendo mayor productividad con base no solo en esos necesarios activos intangibles sino también en transformaciones que se deriven de la digitalización de actividades empresariales y en la generación de nuevos modelos de negocio; tal y como se va evidenciando con la creación de nuevas empresas de rápida internacionalización (denominadas *born globals*). Es necesario aumentar el número y calidad de empresarios y de empresas.

### NOTAS

- (1) Los datos del Registro de Inversiones Extranjeras no incluyen los préstamos intraempresa ni la reinversión de beneficios, salvo que ambos se capitalicen. Para la obtención de los *stocks* se procede a la acumulación de flujos de inversión neta, con operaciones no ETVE, desde el primer ejercicio disponible 1993.
- (2) En el mundo hay más de 6.700 lenguas. En Europa hay 225 lenguas. De los dos centenares de Estados existentes solo 25 pueden ser considerados lingüísticamente homogéneos (en los que el 90% de la población habla la misma lengua).
- (3) Durán-Herrera, J. J.; García-Cabrera, A. M. y López-Duarte, C. (2015). Los hispanos representan el 17% de la población de EE.UU. (más de 55 millones de personas), de los que 37 millones hablan español (según el centro de estudios Pew).
- (4) Ver Durán (2006). Los profesores Moreno y Otero (2007) en su *Atlas del español en el mundo* señalan que en la Unión Europea, sin contar España, hay algo más de 18 millones de personas hablantes de español de los que 2,4 millones pueden ser considerados como nativos. En Europa se estima que más de 12 millones de habitantes hablan esta lengua.
- (5) El español está entre la tercera y la cuarta posición en la Red. «Una lengua geográficamente tan extendida como el español se manifiesta digitalmente en un espacio que no pertenece a ninguna nación» (Millán, José Antonio, «El lugar del español en Internet», *El País*, 24 de abril de 2015, pág. 37).
- (6) El esfuerzo en I+D+i español en 2014 (1,24%) ha sido inferior al de 2013.

### BIBLIOGRAFÍA

DPC (2008), *Hispanic Small Businesses: Diversity, Economic Growth, and Job Creation in America*. Recuperado el 6 de julio de 2015 de [www.DPC.senate.gov](http://www.DPC.senate.gov).

- Durán-Herrera, J. J.; García-Cabrera, A. M. y López-Duarte, C. (2015), «Sub-national Institutions as determinants of the MNE's Location Decision: Understanding the geography of Spanish FDI in USA», *Iberian International Business Conference*, Porto, 2-3 octubre.
- Durán-Herrera, J. J.; López-Duarte, C. y Vidal-Suárez, M. M. (2013), «La organización lingüística de la empresa multinacional: el español como lengua funcional», *Revista de Globalización, competitividad y Gobernabilidad*, 7 (2), págs. 16-25.
- Durán, J. J. (2006), «La relevancia del idioma español en el proceso de generación de empresas multinacionales», en *El español: activo cultural y valor económico creciente*, I Acta Internacional de la Lengua Española. San Millán de la Cogolla (La Rioja), págs. 163-189.
- García Delgado, J. L.; Jiménez, J. C. y Alonso, J. A. (2015), *Lengua, empresa y mercado. ¿Ha ayudado el español a la internacionalización?*, Madrid, Fundación Telefónica, Barcelona, Ariel.
- Instituto Nacional de Estadística (2015), «Estadística de Filiales de Empresas Españolas en el Exterior», año 2013, Madrid, INE.
- Secretaría de Estado de Comercio (2015), «Informe de Comercio Exterior», Ministerio de Economía y Competitividad, Madrid, octubre.
- Moreno Fernández, F. y Otero Roth, J. (2007), «Atlas de la lengua española en el mundo», Madrid, Fundación Telefónica, Barcelona, Ariel.
- Myro, R. (director) y Álvarez López, M. L. (coordinadora) (2014), «España en la inversión directa internacional», Madrid, Instituto de Estudios Económicos.
- Nielsen Target Track (2012), *State of the Hispanic Consumer: The Hispanic Market Imperative*, quarter, 2, Documento en línea, descargado de [http://multicultural.com/images/books/Nielsen\\_The%20Hispanic%20Market%20Imperative%20\\_2012.pdf](http://multicultural.com/images/books/Nielsen_The%20Hispanic%20Market%20Imperative%20_2012.pdf)
- UNCTAD (2013), «Global Value Change and Development», Nueva York.
- UNCTAD (2015), «World Investment Report 2015», Nueva York.

## LA EMPRESA EDITORA EN ESPAÑA Y SU PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN

**Antonio M<sup>a</sup> Ávila**

*Doctor en Derecho y en Ciencias Económicas*

### RESUMEN

El artículo trata de demostrar que el sector más internacionalizado de la economía española por su fuerte red de filiales y su antigüedad es el sector editorial.

### PALABRAS CLAVE

Globalización, Inversión directa, Multinacional, Editorial, Filiales.

### 1. Introducción

Como demuestra la historia, las diversas áreas del planeta Tierra han estado, más o menos, conectadas desde que existe la humanidad, pero esa conexión se ha incrementado, sobre todo, a partir del descubrimiento de América dando lugar a varias olas de globalización, de las cuales la última, la actual, es la más intensa, tras la que acaeció en la segunda mitad del siglo XIX dando nacimiento a la economía atlántica entre Europa y América.

Pues bien, un componente clave y diferenciador del actual proceso de globalización (que nunca debemos entender como una línea recta progresiva sino como una zigzageante curva) es la inversión directa en el exterior (IDE) o, dicho de otra manera, lo que caracteriza el actual proceso de globalización sobre otras fases o etapas es precisamente el predominio de la inversión directa en el exterior sobre cualquier otro instrumento y, por tanto, la creación de una red de comercio intraempresas sobre las relaciones interempresas. Así, en el mundo editorial, las casas matrices en las grandes ferias compran los derechos de obra que posteriormente revenden como un proyecto único a todas sus filiales.

Recordemos que para que exista IDE es necesario la aportación de recursos financieros o su equivalente en una empresa en el exterior, bien para su creación o

bien para su adquisición, y ello con voluntad de permanecer, por lo que un rasgo interesante es la participación en la dirección y gestión directa de la empresa que se crea o adquiere en el exterior. Uno de los sectores que más ha utilizado IDE de la estructura productiva española es el sector editorial, específicamente el del libro más que el de revistas o diarios –aunque, a veces, estén unidos–, sin embargo, es uno de los más desconocidos para los economistas.

### 2. Realidad de la internacionalización editorial

Suelo afirmar que el sector editorial español es el más internacionalizado de los sectores productivos españoles y casi, sin duda, el más antiguo y presente en ese proceso.

No es este el momento de establecer ni recordar una teoría general sobre las multinacionales, ya lo han hecho otros. Pero si aceptamos que multinacional es cualquier empresa que se haya establecido al menos en dos países a partir del propio, el sector editorial español tiene 33 empresas con filiales, de las cuales 23 están en más de dos países y 10 de ellas en uno solo.

Algunas de ellas, como el Grupo Océano (21) o el Grupo Santillana (20), están presentes prácticamente en la totalidad de países americanos. Editorial Susaeta 15, el Grupo Planeta 11, 9 el Grupo S.M., 5 Médica Panamericana y otras numerosas casas editoriales como Herder

Editorial, Editorial Juventud, RBA Editores, Editorial Reverte, Grupo Anaya, Ediciones Urano, etc. El número total de filiales es, en estos momentos, de 174.

Por países, en México existen 29 filiales, seguido de Argentina con 21, 13 en Chile, 12 en Colombia, 11 en Portugal, 10 en Brasil, 9 en Estados Unidos, 2 en Francia, pero una de ellas es el segundo grupo editorial francés que está controlado por un grupo español; e incluso en muchos de estos países se han producido y se están produciendo procesos de concentración debido al proceso de creación de las filia-

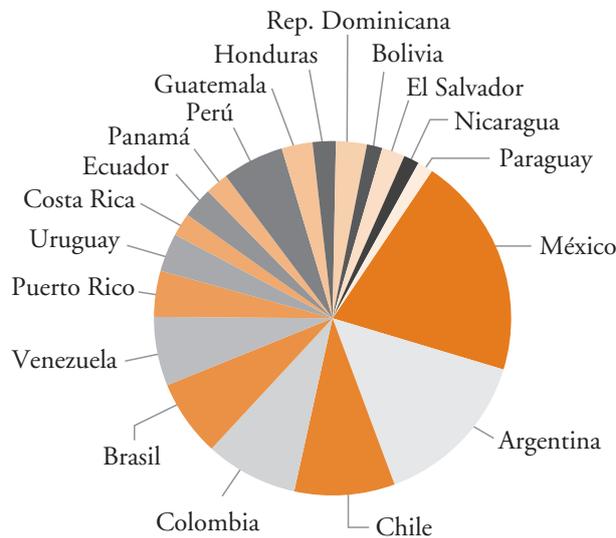
les. Se realizó de diversas maneras, creando empresas propias, adquiriendo empresas ya existentes y después la matriz, sobre todo en los últimos diez años, ha iniciado proceso de fusiones para que quede una sola empresa por país, de hecho hace diez años había 200 empresas filiales y ahora se han reducido, no porque haya disminuido el porcentaje de control de las cuotas de mercado, sino por la voluntad de que exista una sola filial por país en un proceso similar al que se produjo en el propio mercado español en el año 1990 (cuadro 1 y gráficos 1, 2 y 3).

**Cuadro 1**  
**Filiales de editoriales españolas en el extranjero**

País/Continente	Número de filiales	País/Continente	Número de filiales	País/Continente	Número de filiales
Portugal	11	México	29	Estados Unidos	9
Francia	2	Argentina	21	Turquía	1
Italia	3	Chile	13		
Hungría	1	Colombia	12		
Grecia	1	Brasil	10		
Polonia	1	Venezuela	9		
República Checa	1	Puerto Rico	6		
Rumanía	1	Uruguay	5		
		Costa Rica	3		
		Ecuador	4		
		Panamá	3		
		Perú	8		
		Guatemala	4		
		Honduras	3		
		Rep. Dominicana	4		
		Bolivia	2		
		El Salvador	3		
		Nicaragua	2		
		Paraguay	2		
Subtotal Europa	21	Subtotal Iberoamérica	143	Subtotal otros	10
<b>Total filiales</b>	<b>174</b>				

Fuente: Elaboración propia.

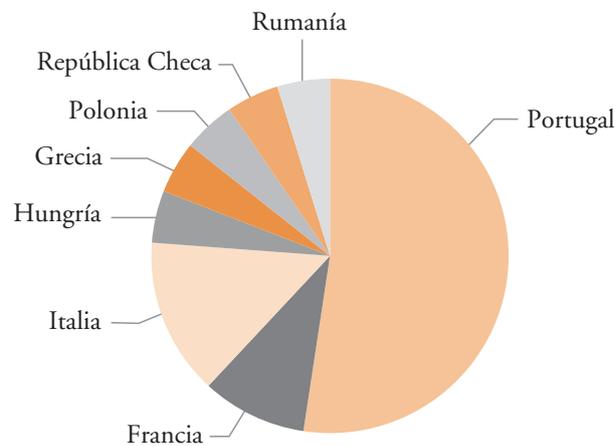
**Gráfico 1**  
**Filiales Iberoamérica**



Fuente: Elaboración propia.

La otra característica diferenciadora es la antigüedad, esa presencia, en algunos casos, supera los sesenta años. Se inician antes de los setenta, en los sesenta, debido tanto a la exigüidad del mercado español, a la importancia de la lengua común, a la iniciativa empresarial que supo aprovechar las buenas condiciones fiscales (que eran idénticas para todos los sectores

**Gráfico 2**  
**Filiales Unión Europea**



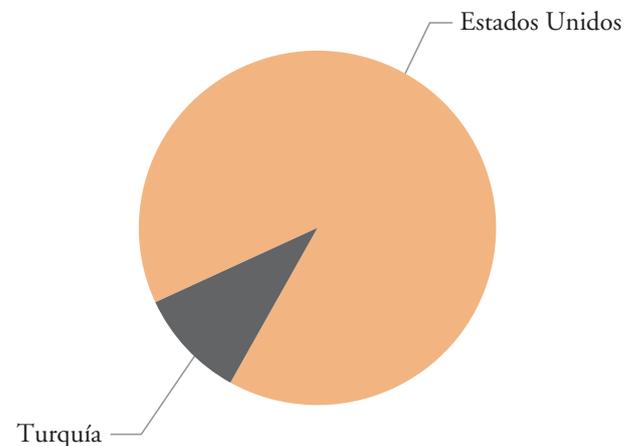
Fuente: Elaboración propia.

productivos españoles, durante los años del desarrollo) para iniciar un proceso de expansión que se fue extendiendo a todo el continente americano y que no se ha frenado desde entonces.

Esa expansión de filiales es coherente con la gran propensión exportadora del resto de la industria editorial; más de quinientas empresas editoriales reconocen tener habitualmente actividades de exportación con terceros países y aun siendo más desconocido con el resto del mercado comunitario. En este sentido, y a pesar de la creciente producción de las filiales en sus respectivos países, la exportación de libros desde España no ha dejado de crecer y, eliminando la exportación que realiza la industria gráfica, se mueve anualmente en torno a los 400 millones de euros y se deben incrementar con otros 70 millones de euros en venta de derechos que es comercio de servicios.

Analizando el registro de inversiones en el exterior, de la Secretaría de Estado de Comercio, se constata el esfuerzo inversor en el periodo 1990-2015, con cifras que alcanzan la cantidad de 577.766 millones de euros en consonancia con las cifras de facturación de la industria editorial española en su comercio interior, de los cuales 457.427,85 comprende a Iberoamérica, 91.427,85 a EE.UU. y 28.556,13 a Europa.

**Gráfico 3**  
**Filiales otros países**



Fuente: Elaboración propia.

### 3. Conclusión

Con las cifras aportadas se deduce que ha habido un flujo constante de inversión especialmente pero no exclusivamente en América, ese flujo ha permitido una amplia expansión desde mediados de los años sesenta, convirtiendo a la industria editorial española en una industria ampliamente internacionalizada y muy presente en el mercado internacional, con numerosas casas editoriales que, técnicamente, son multinacionales y todo ese proceso es coherente y complementario de una industria básicamente exportadora.

#### BIBLIOGRAFÍA

- W. Bernstein (2010), «Un intercambio espléndido», Ariel, Madrid.
- J. J. Durán (2001), «Estrategia y economía de la empresa multinacional», Pirámide, Madrid.
- J. J. Durán (2005), «La empresa multinacional española», Numen, Madrid.
- A. Ferrer (2013), «Historia de la globalización», FCE, Madrid.
- A. García Berrio Hernández (2010), *Internacionalización y competitividad en la economía española: Factores relevantes de la empresa*, Pirámide, Madrid.
- J. Goody (2012), «El milagro euroasiático», Alianza, Madrid.
- H. James (2003), «El fin de la globalización. Lecciones de la gran depresión», Turner, Madrid.
- K. H. O'Rourke y J. G. Williamson (2006), «Globalización e historia. La evolución de una economía atlántica del siglo XIX», Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.
- R. Robertson (2005), «Tres décadas de globalización. Historia de una... global», Alianza, Madrid.
- P. Verley (2013), «L'échelle du monde», Gallimard, París.
- J. G. Williamson (2012), «El desarrollo económico mundial en perspectiva histórica. Cinco siglos de revolución industriales, globalización y desigualdad», Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.



# ECONOMÍA REGIONAL

**Coordinador**

**José M<sup>a</sup> Rotellar**

*Miembro del Consejo de Redacción  
de la revista «Economistas»*

# LA ECONOMÍA MADRILEÑA

**Pedro Cortiñas Vázquez**

*Doctor en Economía. Profesor de Economía Aplicada*

**Cristina Sánchez Figueroa**

*Doctora en Economía. Profesora de Economía Aplicada*

## RESUMEN

El presente artículo analiza la evolución de la economía madrileña en el año 2015. A lo largo de este año se ha producido la mejora no solo de la economía nacional sino también de la economía mundial. Las diferentes medidas tomadas en la zona euro, durante este año, han llevado a la revisión al alza de las previsiones de crecimiento, destacando España entre los países más dinámicos en 2015.

En primer lugar compara la situación de la economía en la Comunidad de Madrid con respecto al resto de España, utilizando los datos de las fuentes estadísticas oficiales. Es importante resaltar que pese al considerable impacto de la crisis económica en la economía nacional y regional, la economía madrileña ha mantenido posiciones muy destacadas en indicadores de gran relevancia como la renta per cápita, la productividad o el nivel de empleo.

Los datos nos muestran que durante el año 2015 se mantiene la recuperación y el crecimiento ya observado en 2014, circunstancias que están llevando a la Comunidad de Madrid a convertirse en una de las regiones protagonistas de la recuperación de la economía española.

## PALABRAS CLAVE

Producto interior bruto, Empleo, Indicadores económicos.

### 1. Estado del arte de la economía madrileña

En los últimos años la economía madrileña ha mostrado un dinamismo y una capacidad de adaptación a circunstancias adversas ejemplar para el conjunto de España. Los datos disponibles muestran cómo la economía de la Comunidad de Madrid ha mantenido posiciones notables en indicadores de gran relevancia económica, pese a factores sectoriales que se analizarán posteriormente y al considerable impacto que ha tenido la reciente crisis económica.

En el cuadro 1 se observa como la Comunidad de Madrid ha incrementado su PIB per cápita desde el inicio de la crisis muy por encima del conjunto nacional, siendo su incremento relativo de 4,8 puntos porcentuales. En 2008, año de inicio de la crisis, la Comunidad de Madrid ya tenía la mayor renta per cápita de España con un valor de 32.152 euros frente a los 24.274 euros del conjunto nacional, lo que suponía

una posición relativa de un 132,5%. En el año 2014 la posición relativa de la Comunidad de Madrid frente al conjunto nacional fue de 137,2%.

Este resultado se debe, en parte, a la gran capacidad de reacción del tejido empresarial madrileño. Las medidas que han llevado a cabo han fomentado la competitividad y han restringido las inelasticidades, permitiendo una mejor adaptación de la oferta a los momentos difíciles y un efecto de atracción de inversiones.

Para determinar la composición de la economía madrileña vamos a observar con datos de 2015 cómo se estructura el PIB, tanto por la demanda como por la oferta.

Por el lado de la demanda, gráfico 1, observamos un comportamiento bastante similar entre España y la Comunidad de Madrid. No obstante, sí se aprecian variaciones en cuanto al peso de la demanda interior,

**Cuadro 1****Evolución de la posición relativa del PIB per cápita 2008-2014**

Datos en porcentaje

	2008	2014	Evolución de la posición relativa
Andalucía	76,7%	74,0%	-2,8%
Aragón	109,8%	110,3%	0,5%
Asturias, Principado de	92,0%	88,0%	-4,0%
Baleares, Illes	105,9%	104,8%	-1,1%
Canarias	87,3%	85,8%	-1,4%
Cantabria	94,1%	90,3%	-3,8%
Castilla y León	92,4%	94,0%	1,6%
Castilla-La Mancha	81,1%	78,7%	-2,5%
Cataluña	116,7%	118,8%	2,1%
Comunitat Valenciana	90,1%	87,9%	-2,3%
Extremadura	68,5%	69,0%	0,4%
Galicia	87,4%	87,7%	0,3%
Madrid, Comunidad de	132,5%	137,2%	4,8%
Murcia, Región de	83,9%	81,8%	-2,1%
Navarra, Comunidad Foral de	124,1%	123,6%	-0,5%
País Vasco	128,7%	130,6%	1,9%
Rioja, La	107,1%	109,8%	2,7%
Ceuta	85,5%	83,3%	-2,2%
Melilla	80,5%	74,6%	-5,9%
<b>Total nacional</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	—

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del PIB per cápita del INE.

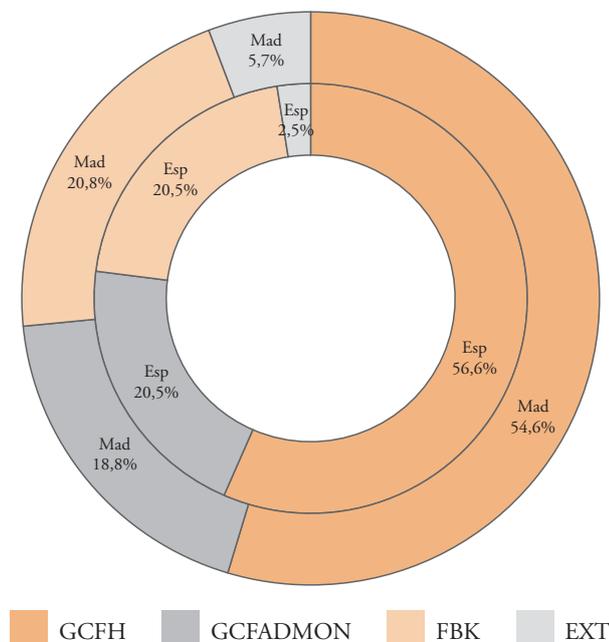
con valores mayores en España que en la Comunidad de Madrid. La economía de la Comunidad de Madrid ha mostrado una menor dependencia de la demanda de los hogares (GCFH) en los últimos años, lo que le ha llevado a que suponga un 54,6% del PIB, mientras que en el caso de España es de un 56,6%. El sector exterior (EXT) en la Comunidad de Madrid tiene una aportación en términos porcentuales sobre el PIB de

un 5,7% frente al 2,5% del conjunto de España. Es conveniente recordar que en términos de aportación al PIB el sector exterior se calcula como el saldo de la diferencia entre exportaciones e importaciones.

El gráfico 2 muestra la aportación al PIB por el lado de la oferta, en este caso los datos del análisis sectorial muestran diferencias entre la Comunidad de Madrid

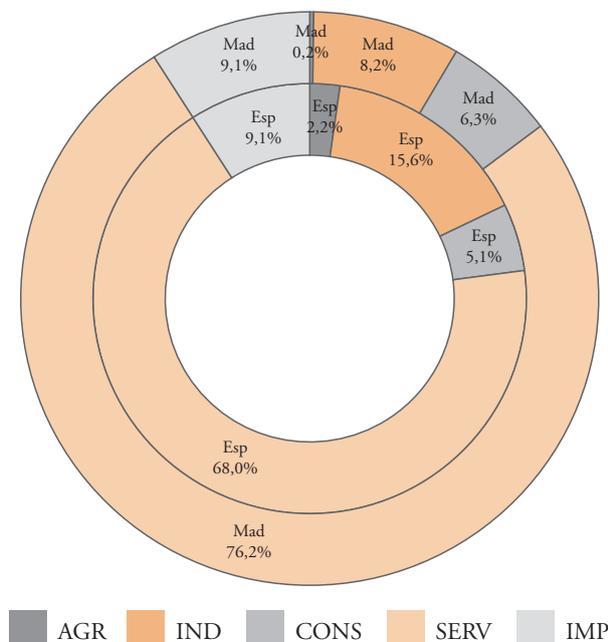
**Gráfico 1**

**Aportación al PIB por el lado de la demanda. Comunidad de Madrid-España, 2015**



**Gráfico 2**

**Aportación al PIB por el lado de la oferta. Comunidad de Madrid-España, 2015**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CNE del INE y de la CREG de la Comunidad de Madrid, 2015.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CNE del INE y de la CREG de la Comunidad de Madrid, 2015.

y España. Las diferencias más importantes que se pueden observar están en el mayor peso del sector servicios y la menor aportación al PIB del sector industrial. Los datos indican que la aportación al PIB del sector servicios en la Comunidad de Madrid es de un 76,2% frente a un 68% en el conjunto nacional, y para la aportación del sector industrial es de tan solo un 8,2% frente al 15,6% del conjunto nacional.

Destaca el dato del sector industrial principalmente si consideramos que en la Comunidad de Madrid existe un elevado volumen de grandes empresas instaladas. Si analizamos qué ha sucedido en este sector, que ha disminuido en los últimos años su aportación al PIB de la región, los datos indican que ha pasado de generar el 13,3% del VAB industrial del conjunto nacional en el año 2000 a generar un 11,7% en el año 2014. Esta caída de la industria en la Comunidad de Madrid no es tan negativa si observamos lo que ha sucedido en la productividad del sector. Así, la productividad por empleo equivalente ha crecido en tasa anual com-

puesta entre el año 2000 y el año 2014 en un 2,6% mientras que para el conjunto de España se ha dado un decrecimiento del -1,0%.

Por último, resaltar el tímido avance que se ha producido en el sector de la construcción impulsado por la ligera reactivación de la demanda de residencia ante el ajuste de los precios de la vivienda.

Otro indicador de gran importancia es el empleo, es importante resaltar que la Comunidad de Madrid, con un 13,65 de la población mayor de 16 años, tiene un 14,6% de activos, un 15,7% de los ocupados, tan solo un 11,2% de la población en paro y un 12,2% de población inactiva. En el mercado laboral femenino, la Comunidad de Madrid muestra también una mayor participación; así, con un 13,9% de las mujeres en edad de trabajar, la Comunidad de Madrid concentra un 15,2% de las mujeres activas, el 16,4% de las ocupadas, un 11,7% de las mujeres en paro y el 12,5% de las mujeres inactivas.

## 2. Evolución de la economía madrileña en el año 2015

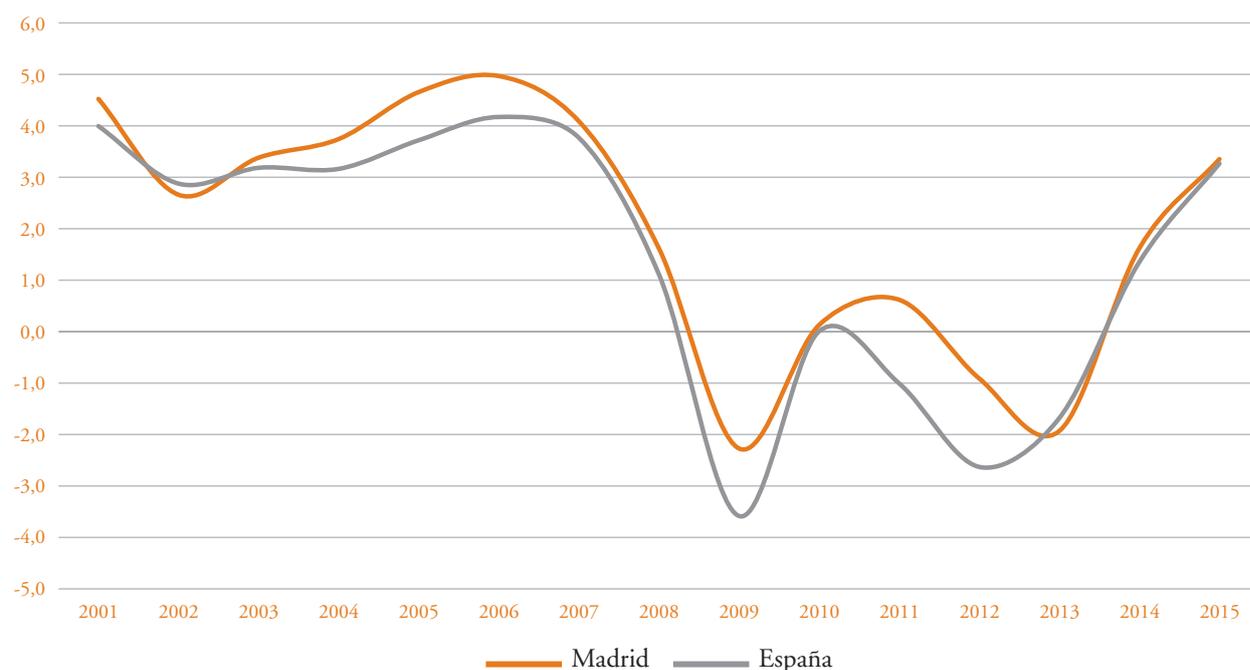
Para el conjunto del año se espera un crecimiento del PIB regional de un 3,4%. Este crecimiento ha sido continuo a lo largo del año. En el primer trimestre se recogieron tasas de crecimiento interanuales de un 2,9%, en el segundo trimestre el crecimiento siguió con su senda alcista situándose en un 3,2%, en el tercero pese a una desaceleración intertrimestral, donde se pasó de un crecimiento del 1% en el segundo trimestre a un crecimiento del 0,8% en el tercer trimestre, el crecimiento interanual para Madrid en este tercer trimestre mantuvo la tendencia marcada durante todo el año y alcanzó un 3,5%; por último, para el cuarto trimestre, y en base a los buenos resultados de los indicadores adelantados, se espera un crecimiento interanual de un 3,8%. Estos crecimientos confirman la tendencia de recuperación iniciada en 2013, donde en términos intertrimestrales Madrid empezó a crecer en el segundo trimestre de 2013 con un tímido 0,1%,

crecimiento que se reflejó en términos interanuales en el cuarto trimestre de 2013.

La recuperación de la actividad económica tiene un reflejo directo en la recuperación del mercado de trabajo. Así, en 2015, y según datos de asalariados, se habrían creado en España alrededor de 513.000 puestos de trabajo, mientras que en la Comunidad de Madrid se habrían creado alrededor de 92.000 puestos de trabajo. La economía madrileña generaría un 17,9% de los nuevos puestos de trabajo creados en España. El número de asalariados en Madrid crece en un entorno del 3,4% mientras que en España el crecimiento es de un 3,1%.

El gráfico 3 muestra, con los datos anuales de la contabilidad regional del INE, cómo la Comunidad de Madrid siempre ha reaccionado mejor ante la crisis, tanto en momentos de crecimiento como de desaceleración económica. En el gráfico también se observa que el crecimiento económico marca un máximo en el

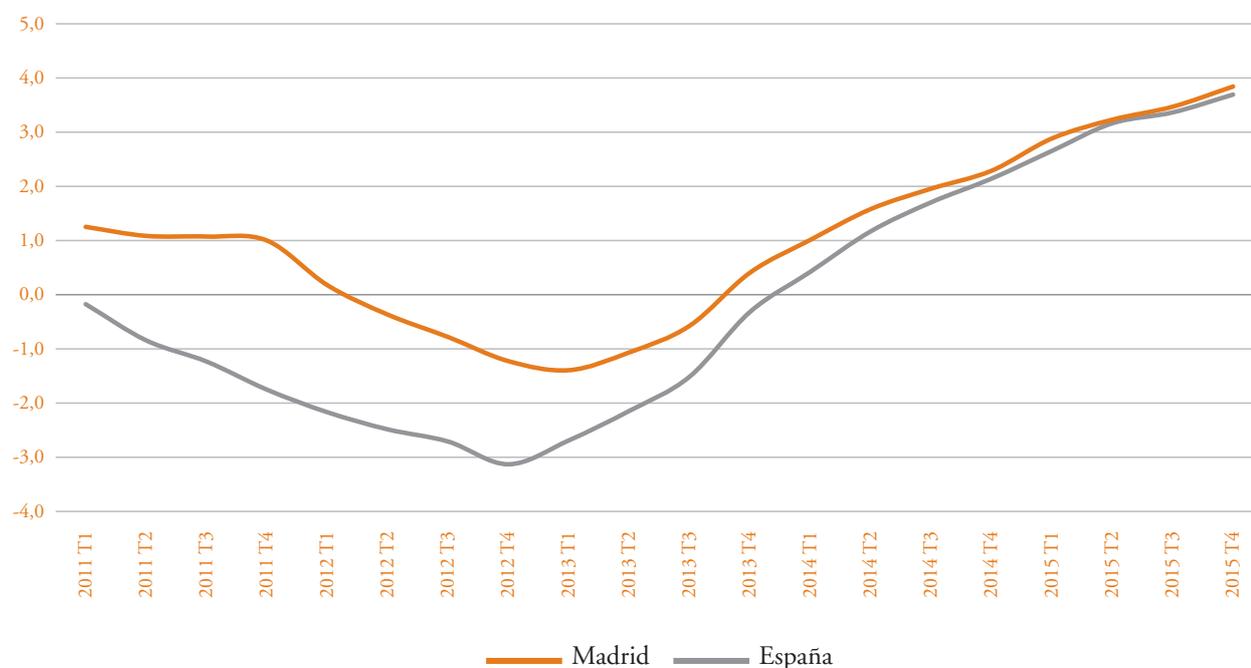
**Gráfico 3**  
**Crecimiento interanual del PIB en volumen**  
Datos anuales en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CREG del INE.

**Gráfico 4****Crecimiento interanual del PIB en volumen**

Datos trimestrales en porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la CNE del INE y de la CREG de la Comunidad de Madrid.

tercer trimestre de 2006, pero a partir de ese periodo se inicia una senda de desaceleración y posterior caída, seguida de una etapa de mejora y recuperación, tras la que llega otra fase recesiva que alcanzó su punto de inflexión hacia una senda de mejoría y crecimiento en el año 2014. Este proceso se visualiza de forma gráfica como un crecimiento en W y se comprueba que en el año 2015 se consolida el crecimiento.

El gráfico 4 confirma lo que se ha analizado en vista del gráfico 3. La segunda parte de la crisis en la Comunidad de Madrid ha sido menor, su capacidad de reacción y las diferentes medidas tomadas la han llevado a salir de ella un trimestre antes que España.

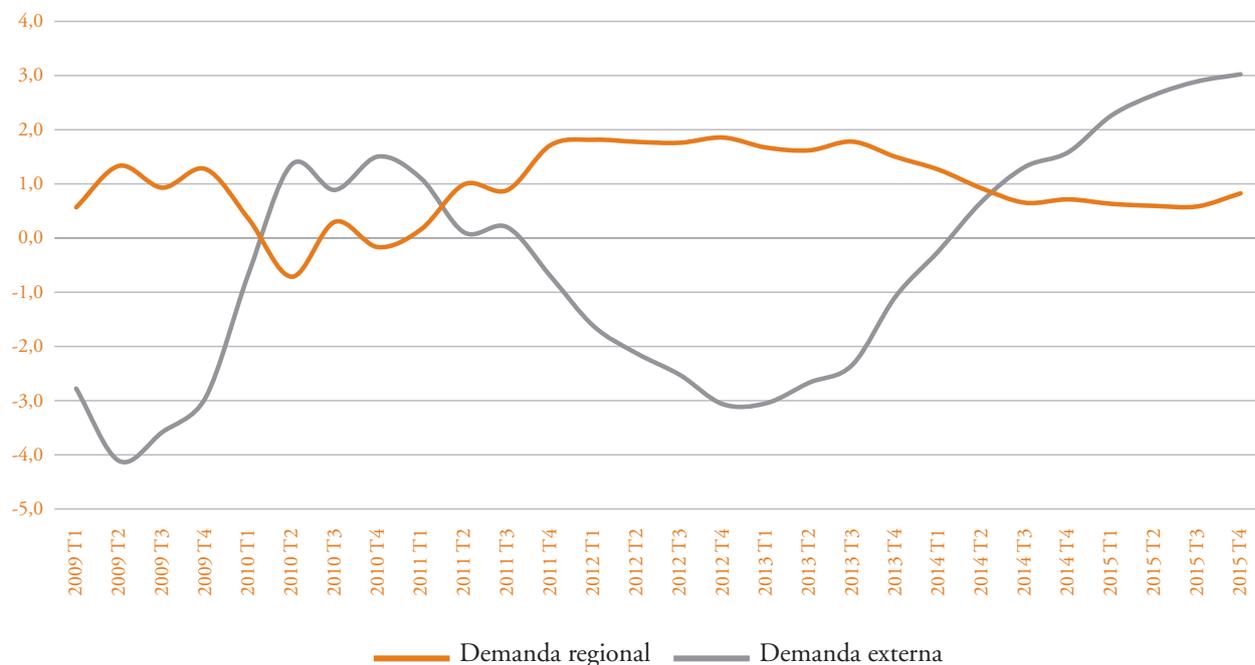
En 2015, la Comunidad de Madrid de nuevo vuelve a reiterar tanto sus fortalezas como sus debilidades, mostrando un comportamiento muy positivo en el sector servicios, destacando los servicios de distribución y hostelería con crecimientos de un 4% interanual a partir del segundo trimestre y una recupe-

ración de los servicios a empresas y financieros, los indicadores marcan datos muy prometedores tanto en pernoctaciones como comercio y asalariados. La construcción continúa con su senda ascendente, corroborada por el crecimiento de las hipotecas, las licitaciones y los asalariados, aunque su nivel de crecimiento sigue estando por debajo del de España. Y como factor de debilidad volvemos al comentado en el estado del arte de la economía madrileña, y de nuevo la industria marca niveles por debajo de la media en cuanto a crecimiento, dato que también se refleja en los indicadores coyunturales como son el IPI o los asalariados del sector, y se sigue observando el fenómeno ya comentado de concentración de la industria, en un entorno en el que crece más el valor añadido generado que los trabajadores.

Por sectores de actividad el comportamiento del empleo es similar al de la creación de riqueza, con un incremento muy marcado en el sector de la construcción, en el que el empleo madrileño crece sobre un

**Gráfico 5**

**Aportación al crecimiento del PIB de la demanda regional y de la demanda externa**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Contabilidad Trimestral de la Comunidad de Madrid.

5,4% más que el del conjunto de la nación que crece en torno a un 5,1%. El empleo en el sector servicios crece en Madrid un 3,6% frente al 3,4% de España, y de nuevo la industria tiene un comportamiento ajeno al resto de sectores con un crecimiento para Madrid del 0,2% mientras que en España el crecimiento es de un 2,3%.

Por el lado de la demanda se consolida la recuperación del gasto en consumo de los hogares, que continúa con el crecimiento ya experimentado en el año 2014, y podría cerrar el último trimestre de 2015 en el entorno de un crecimiento interanual de un 4%, se mantiene aún contenido el gasto de las Administraciones públicas que para el conjunto del año habría crecido en torno a un 0,5%, lo que permite conseguir estabilidad presupuestaria y por lo tanto confianza.

En 2015 se recuperan los valores positivos en el sector de inversión en viviendas, que podría cerrar el año en un crecimiento del 3%, y destacar la fuerte recuperación del resto de inversiones que alcanzaría para el conjunto del año un nivel de 5,6% de crecimiento, siendo el crecimiento en el último trimestre de 2015 superior al 6%. Este incremento de la demanda regional hace que se suavice el buen comportamiento de la demanda externa, que supuso para Madrid un colchón en los momentos de crisis.

**BIBLIOGRAFÍA**

INE, Contabilidad Nacional del Instituto Nacional de Estadística: <http://www.ine.es/>  
 Instituto de Estadística de la Comunidad de Madrid: <http://www.madrid.org/iestadis/>



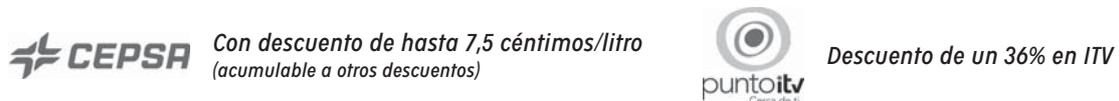
Colegio de  
Economistas  
de Madrid

**Pero, ¿aún no conoces nuestro programa de beneficios?  
Estas son algunas de las ventajas que te estás perdiendo<sup>(\*)</sup>:**

En **MOTOR** (con descuentos entre un 2% y un 30%, además de atención personalizada):



En **CARBURANTE** y **SERVICIOS** al **AUTOMOVILISTA**:



En **VIAJES** y **HOTELES** (con descuentos entre un 5% y un 15%, además de otras ventajas):



En **FORMACIÓN** (con descuentos en estudios de Grado y Postgrado entre un 10% y un 20%):



En **SEGUROS** (Vida, Salud, RC, ...) y **PRODUCTOS FINANCIEROS** (Cuentas de ahorro, Financiación,...):



En **OCIO** y **RESTAURACIÓN** (Museos, Restaurantes, Espectáculos, Actividades deportivas,...):



En **SALUD** y **BIENESTAR** (Oftalmología, Odontología, Psicología, Fisioterapia,...):



En **RECURSOS** y **PUBLICACIONES** (Centros de Negocio, Software empresarial, Suscripciones,...)

**¡Aprovéchalos y disfruta de una "cuota colegial cero"!**

*(\*) Para consultar estos y otros descuentos, debes acceder al apartado de "Seguros y otros beneficios" de nuestra página web. Dada la ventaja diferencial que suponen con respecto al público en general, y por requerimiento expreso de alguno de dichos proveedores, el acceso está restringido, por lo que será necesario que introduzcas tu clave de usuario y contraseña para poder visualizarlos; si no las recuerdas, por favor, contacta con el Colegio o envía un correo electrónico a "clavesweb@cemad.es" para que podamos facilitártelas.*

## LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA COMUNIDAD DE MADRID

**Rocío Albert López-Ibor**

*Profesora del departamento de Economía Aplicada IV, UCM*

**Rogelio Biazzi Solomonoff**

*Profesor del departamento de Economía Aplicada IV, UCM*

---

### RESUMEN

En este artículo se analiza la evolución del empleo y de la afiliación a la Seguridad Social de la Comunidad de Madrid durante el 2015. Se comparan los resultados con el año anterior y en ocasiones con otros años relevantes. Cuando se estime oportuno, se confronta con la media de España y con otras CC.AA. de entidad parecida a Madrid. Se hace también referencia a los datos de la Encuesta de Población Activa para la estimación de la tasa de actividad, empleo y paro de 2015 (III T de 2015, último dato disponible). Finalmente, se enumera un breve repaso de las políticas activas en materia de empleo en la Comunidad de Madrid que coadyuvan a la recuperación del empleo en la región.

### PALABRAS CLAVE

Parados registrados, Tasa de paro, Tasa de empleo, Tasa de actividad, Afiliación a la Seguridad Social, Madrid, Políticas activas de empleo.

---

La Comunidad de Madrid ha registrado en 2015 la mayor bajada interanual de paro registrado de la serie histórica de los últimos quince años (desde 2001), indicando no solo que el desempleo en la región no deja de disminuir, sino, lo que es más importante, que lo hace cada vez a un ritmo más acelerado. Ello resulta de un crecimiento de la actividad económica también mayor en la región. Madrid ya lleva treinta meses creciendo, tras acumular durante diez trimestres consecutivos, tasas de variación intertrimestrales positivas. En el tercer trimestre de 2015 el crecimiento trimestral respecto al trimestre anterior ha sido del 0,8% (último dato disponible). Si nos fijamos en la variación interanual, el comportamiento de la Comunidad de Madrid es mejor que el observado en España. La Comunidad de Madrid registra por octavo trimestre consecutivo tasas de variación interanual positivas, y en el 3T de 2015 (datos EPA) crece un 3,5%, una décimas más de lo que lo hace España, acumulando así dos años y medio de mejora (33 meses).

Como veremos en detalle en los siguientes apartados (datos de paro registrado y afiliación a la Seguridad

Social) el paro en la Comunidad de Madrid se ha reducido en el último año en 46.297 personas, lo que representa un -9,28%. Además, Madrid cuenta con 107.411 afiliados más a la Seguridad Social en términos interanuales, lo que supone un aumento del 3,9%. Y todo ello se refleja también en la contratación. Desde comienzos de 2015 se han firmado en Madrid un total de 2.168.697 nuevos contratos, un 15% más que en el acumulado de 2014. Un dato importante a reseñar es que la tasa de paro de la Comunidad de Madrid al comienzo de la crisis era dos puntos (2,64) inferior a la de España y ahora es seis puntos (5,70) menor, lo que ha convertido a la Comunidad de Madrid en una región refugio para el empleo. Estos resultados no son fruto de la capitalidad, como algunos podrían apresurarse en señalar (1), sino que son consecuencia de que Madrid es la comunidad autónoma con mayor nivel de libertad económica (2) y una región atractiva para invertir (3) que ofrece el marco de confianza y estabilidad que demandan los inversores y las empresas.

En este artículo veremos la evolución del empleo y de la afiliación a la Seguridad Social de la Comunidad

de Madrid durante el 2015, compararemos los resultados con el año anterior y en ocasiones con otros años relevantes. Cuando se estime oportuno, se comparará con la media de España y con otras CC.AA. de entidad parecida a Madrid. Se hará también una referencia a los datos de la Encuesta de Población Activa (III T de 2015, último dato disponible). Finalmente, se enumerará un breve repaso de las políticas activas en materia de empleo en la Comunidad de Madrid que coadyuvan a la recuperación del empleo en la región.

### 1. Variación interanual paro registrado, 2015

Si se hace un balance de 2015, en los últimos doce meses el paro se redujo en la región en 46.297 personas, un decremento del 9,28% respecto a la cifra con la que se cerró el año 2014. Se está, por tanto, ante el mejor año en términos de reducción del desempleo de la serie histórica homogénea (desde 2001). La intensidad del descenso del paro en 2015 se ha acelerado respecto a la existente en 2014, incrementándose este ritmo de disminución del desempleo en 2,4 puntos. A lo largo del ejercicio 2015 se ha producido una bajada del paro en Madrid en siete de los doce meses (en marzo, abril, mayo, junio, julio, noviembre y di-

ciembre), aunque con especial dinamismo a lo largo de todo el segundo trimestre del año.

También para España en 2015 la reducción del desempleo es el mejor dato conocido desde 2001 (354.203 personas, un 8% inferior al que había al terminar 2014). Hay que resaltar que del descenso total del paro producido en el conjunto de España durante 2015 (-354.203 personas), el 13,07% ha tenido lugar en Madrid. Hay que destacar una característica añadida, y es que el ritmo de reducción en la región (-9,28%) ha sido más intenso que para el conjunto del país (-8%). De esta forma, en Madrid se llevan 26 meses consecutivos con descensos interanuales de paro.

#### 1.1. Por sectores

Si se analizan los resultados por sectores, los datos son de nuevo positivos, puesto que el paro desciende en interanual en todos los sectores de la economía madrileña, y con notable fuerza en todos ellos. Este año hay que destacar el descenso experimentado en el sector de la industria, clave para una recuperación sostenida de actividad económica madrileña y un tipo de empleo menos expuesto a nuevas crisis económicas, donde el paro baja un 15,6%, manteniendo un importante

## Cuadro 1

### Paro registrado

Datos de paro registrado anualizados

Año	Número total de parados a cierre de 31 de diciembre	Variación anual absoluta (de Dic. a Dic.)	Variación anual relativa (%) (de Dic. a Dic.)
2008	345.333	116.183	50,70
2009	451.929	106.596	30,87
2010	461.928	9.999	2,21
2011	488.709	26.781	5,80
2012	544.484	55.775	11,41
2013	535.563	-8.921	-1,64
2014	498.649	-36.914	-6,89
2015	452.352	-46.297	-9,28

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

**Cuadro 2****Datos de paro registrado, 2015**

Datos de paro anualizados como media de los 12 meses

Años	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
2007	221.732	90.060	131.671	—	—	—
2008	281.045	132.739	148.306	26,8%	47,4%	12,6%
2009	418.916	215.213	203.703	49,1%	62,1%	37,4%
2010	471.001	236.318	234.683	12,4%	9,8%	15,2%
2011	480.502	234.629	245.873	2,0%	-0,7%	4,8%
2012	532.063	261.289	270.774	10,7%	11,4%	10,1%
2013	554.312	270.757	283.554	4,2%	3,6%	4,7%
2014	521.461	249.611	271.851	-5,9%	-7,8%	-4,1%
2015	475.011	218.470	256.541	-8,9%	-12,5%	-5,6%

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

ritmo de descenso iniciado durante el año 2014 y que este último año se ha consolidado. Esto significa 34.402 parados menos en el sector que hace un año. El sector de la construcción también acusa un importante descenso de su número de parados, con más de 51.000 personas que se incorporaron al sector y con una re-

ducción interanual del 17,1%. Si bien el descenso interanual en términos porcentuales en el sector servicios es menor al de otros sectores, un -7,6%, lo cierto es que en términos absolutos se produce un descenso de 358.382 personas. Este sector representa el 84% de la estructura productiva de la región y por ello es fun-

**Cuadro 3****Datos de paro registrado en 2015 por sectores económicos**

Datos de paro registrado anualizados

Años	Agricul.	Indust.	Constr.	Serv.	Sin empleo anterior	Agricul.	Indust.	Constr.	Serv.	Sin empleo anterior
2009	1.922	39.432	75.492	287.656	14.414	—	—	—	—	—
2010	2.726	41.106	76.974	330.408	19.787	41,8%	4,2%	2,0%	14,9%	37,3%
2011	3.221	39.673	72.360	342.678	22.569	18,2%	-3,5%	-6,0%	3,7%	14,1%
2012	3.935	43.959	74.913	385.567	23.689	22,2%	10,8%	3,5%	12,5%	5,0%
2013	4.297	44.892	72.009	409.136	23.978	9,2%	2,1%	-3,9%	6,1%	1,2%
2014	4.637	40.782	61.996	388.062	25.985	7,9%	-9,2%	-13,9%	-5,2%	8,4%
2015	4.358	34.404	51.391	358.382	26.475	-6,0%	-15,6%	-17,1%	-7,6%	1,9%

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

damental que se mantenga el descenso del paro en el sector tal y como se viene produciendo de forma continuada desde el 2011. El paro también disminuye en 4.358 personas en el sector de la agricultura (-6,0%) sector en el que por primera vez se da una reducción después de varios años de incrementos.

### 1.2. Por sexo y edad

Si atendemos a la variación anual por razón de sexo, el paro se redujo en un 5,6% entre las trabajadoras madrileñas (-256.541 personas), y en un 12,5% entre los varones (-218.470 personas). Se observa por tanto que la brecha entre la reducción de hombres y mujeres desempleadas todavía es importante. Pero, si se observan esos mismos datos para los jóvenes menores de 25 años, el *gap* se reduce sustancialmente, ya que el paro se reduce para los hombres un 11,9% y para las mujeres un 9,8%. Estos datos podrían indicar que a medida que los desempleados son más jóvenes, sus diferencias en capital humano (especialmente su formación universitaria) son mucho menores y por esa razón el diferencial es cada vez menor, lo cual es un dato muy positivo.

En este mismo sentido, señalar que el paro descende en 2015 en todos los niveles de estudio, principalmente en las personas con educación secundaria (-11,8%) y en personas con estudios universitarios y de tercer ciclo (-7,9%), poniendo de manifiesto lo importante que es la formación y los estudios como mecanismo para salir del desempleo, circunstancia que es tenida en cuenta en el diseño de las políticas activas de empleo, como veremos en el apartado correspondiente.

Respecto a la edad, se registra un descenso interanual del paro juvenil (menos de 25 años) en Madrid, cifrado en 4.739 personas (-12,6%). También es destacable el descenso del intervalo de edad de 35 a 44 años, con 17.731 parados menos (-12,8%). El paro, entre las personas de 45 y más años, descendió en 10.671 personas (-4,7%).

## 2. Afiliación a la Seguridad Social. Variación interanual

El año 2015 ha dejado claro que el crecimiento de la economía se está trasladando al empleo, a través de la creación de nuevas oportunidades para los ma-

### Cuadro 4

#### Datos de paro registrado por edad y sexo

Datos de paro registrado anualizados. Paro juvenil (menores de 25 años)

Años	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
2007	23.302	12.346	10.956	—	—	—
2008	32.040	18.709	13.331	37,5%	51,5%	21,7%
2009	48.997	28.528	20.469	52,9%	52,5%	53,5%
2010	50.698	28.393	22.305	3,5%	-0,5%	9,0%
2011	49.307	26.941	22.366	-2,7%	-5,1%	0,3%
2012	50.548	27.375	23.173	2,5%	1,6%	3,6%
2013	46.351	24.796	21.555	-8,3%	-9,4%	-7,0%
2014	41.288	22.212	19.076	-10,9%	-10,4%	-11,5%
2015	36.767	19.560	17.207	-11,0%	-11,9%	-9,8%

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

**Cuadro 5****Datos de afiliación a la Seguridad Social**

<b>Año</b>	<b>Número total de afiliación media de diciembre</b>	<b>Variación anual absoluta (de Dic. a Dic.)</b>	<b>Variación anual relativa (%) (de Dic. a Dic.)</b>
2008	2.978.698	-88.779	-2,89
2009	2.849.126	-129.572	-4,35
2010	2.823.101	-26.025	-0,96
2011	2.802.613	-20.488	-0,73
2012	2.709.267	-93.346	-3,33
2013	2.685.597	-23.670	-0,87
2014	2.764.094	78.497	2,92
2015	2.871.505	107.411	3,9

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

drileños y los españoles. En este sentido, 2015 se ha caracterizado por haberse creado 107.411 puestos de trabajo en la Comunidad de Madrid, un 3,9% más que en 2014.

En España también hay 533.186 personas más afiliadas a la Seguridad Social que hace un año, un 3,2% más. Los resultados revelan que, después de conseguir frenar la destrucción de empleo desde finales de 2011, tanto en Madrid como en el resto de España, se está recuperando gran parte del empleo perdido durante la crisis y se está generando empleo neto.

Si al cierre de 2014 el peso de los afiliados a la Seguridad Social en Madrid representaba el 16,47% del total nacional, en 2015 es ya el 16,59%, lo que significa un aumento de 0,12 puntos. La Comunidad de Madrid, en 2015, es la segunda región (solo por detrás de Baleares) con mayor número de afiliaciones y también con mayor incremento con respecto al año anterior de su afiliación media en valores absolutos (107.411).

El Gobierno regional mantiene el objetivo estimado por los servicios estadísticos de la Comunidad de Madrid para 2016, de crear 118.000 nuevos empleos, con una evolución prevista de la economía del 3,1%.

**3. Contratación (variación interanual)**

En total, durante 2015 se han firmado en Madrid 2.168.697 nuevos contratos, un 15% más que en todo 2014 (282.364 contratos más en términos absolutos). De ese volumen total, el número de indefinidos ascendió a 344.633, un 15,71% más que en 2014. Por su parte, los contratos temporales ascendieron a lo largo de 2015 a 1.824.064, un 14,8% más que los suscritos a lo largo de todo 2014. De esta forma, la tasa de estabilidad del ejercicio se sitúa en el 15,8% (0,1 puntos superior a la que había al cierre de 2014: 15,7%). De este modo, la estabilidad en el empleo en Madrid continúa siendo la más alta de España, colocándose 6,8 puntos por encima de la media nacional.

Además, durante el segundo semestre de 2015 se han firmado en la región 1.149.368 nuevos contratos, un 13,3% más que en el mismo periodo de 2014, de los cuales 173.141 fueron indefinidos (el 15%) y 976.227 fueron temporales (el 85%).

**4. Autónomos (variación interanual)**

A lo largo del conjunto del año, hay de destacar el buen comportamiento de los autónomos en Madrid, con un crecimiento de 7.147 en las afiliaciones al RETA respec-

to al cierre de 2014. Este dato representa un 1,9% más que el año anterior y coloca a Madrid como la quinta comunidad española con un mayor crecimiento porcentual de autónomos (+1,9%), solo superada por Canarias, Baleares, Andalucía y Murcia (todas CC.AA. con un gran peso de la agricultura en su economía, sector que reúne a una proporción de autónomos mayor respecto a los trabajadores por cuenta ajena). En la actualidad, el número de autónomos en la región supone el 11,8% del volumen total de afiliados a la Seguridad Social en Madrid.

### 5. Evolución de la tasa de actividad con la encuesta de población activa, 2015

Como se ha señalado al comienzo del artículo, se analizarán con los datos disponibles de la EPA (I, II, III TR, 2015) la evolución de las tasas de actividad, de empleo y de paro, diferenciando por sexo y distinguiendo entre Madrid y España.

En la Comunidad de Madrid, *la tasa de actividad* (64,52%) es la segunda más alta de toda España. Está más de cuatro puntos por encima de la de España (59,45%),

y se ha incrementado más de medio punto con respecto al mismo periodo de 2014 (63,86%). En el caso de los hombres, las diferencias con respecto a España son aún mayores, presentando una tasa de actividad del 70,61% casi cinco puntos respecto a la media nacional. Del mismo modo, la tasa de actividad femenina se sitúa en el 59,02%, superando en más de cinco puntos a España y creciendo respecto del mismo periodo del 2014.

Respecto a *la tasa de empleo*, cabe señalar que la Comunidad de Madrid, con un 53,59%, es también la segunda más alta de todas las comunidades autónomas, solo superada por Baleares. Se sitúa 7,18 puntos por encima de la media de España. Si, además, se analizan los datos desagregados por sexo, se observa que ese diferencial se mantiene tanto para hombres como mujeres. Más relevante es destacar la buena evolución de la tasa de empleo que crece más de un punto con respecto al 2014 (51,89) e incrementa su diferencial con respecto a la media nacional.

*La tasa de paro* de la Comunidad de Madrid en 2015 (17,24%) es la séptima más baja de España y la menor entre las regiones con mayor peso económico. Se sitúa

## Cuadro 6

### Tasa de actividad

Evolución 2008 a 2015, España y Madrid

	2015 T3	2015 T2	2015 T1	Media 2015 (*)	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Total</b>											
Nacional	59,50	59,79	59,45	59,58	59,60	60,02	60,40	60,33	60,28	60,18	60,08
Madrid	63,93	65,06	64,56	64,52	63,86	64,46	65,33	65,24	66,08	65,78	65,53
<b>Hombres</b>											
Nacional	65,90	65,84	65,66	65,80	65,83	66,39	67,10	67,56	68,15	68,64	69,54
Madrid	70,36	71,10	70,38	70,61	69,71	70,18	71,25	71,99	72,92	73,49	74,00
<b>Mujeres</b>											
Nacional	53,42	54,03	53,55	53,67	53,67	53,94	53,98	53,39	52,70	52,01	50,93
Madrid	58,14	59,6	59,32	59,02	58,58	59,29	59,95	59,08	59,82	58,68	57,71

(\*) Media trim. I, II, III (datos disponibles).

Fuente: EPA e INE.

**Cuadro 7**

**Tasa de empleo**

Evolución 2008 a 2015, España y Madrid

	2015 T3	2015 T2	2015 T1	Media 2015 (*)	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Total</b>											
<b>Nacional</b>	46,90	46,41	45,32	46,21	45,03	44,36	45,43	47,43	48,31	49,43	53,32
<b>Madrid</b>	53,53	53,56	53,08	53,39	51,89	51,72	53,22	54,58	55,61	56,66	59,88
<b>Hombres</b>											
<b>Nacional</b>	52,79	52,04	50,73	51,85	50,30	49,39	50,61	53,34	54,82	56,53	62,55
<b>Madrid</b>	59,32	59,05	57,54	58,64	57,20	56,69	57,64	60,19	61,56	63,26	68,19
<b>Mujeres</b>											
<b>Nacional</b>	41,30	41,06	40,18	40,85	40,03	39,56	40,47	41,74	42,04	42,58	44,39
<b>Madrid</b>	48,31	48,62	49,06	48,66	47,10	47,23	49,22	49,47	50,16	50,59	52,22

(\*) Media trim. I, II, III (datos disponibles).

Fuente: EPA e INE.

**Cuadro 8**

**Tasa de paro**

Evolución 2008 a 2015, España y Madrid

	2015 T3	2015 T2	2015 T1	Media 2015 (*)	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Total</b>											
<b>Nacional</b>	21,18	22,37	23,78	22,44	24,44	26,09	24,79	21,39	19,86	17,86	11,25
<b>Madrid</b>	16,27	17,66	17,79	17,24	18,74	19,76	18,53	16,33	15,84	13,86	8,61
<b>Hombres</b>											
<b>Nacional</b>	19,90	20,96	22,74	21,20	23,60	25,60	24,58	21,04	19,57	17,64	10,05
<b>Madrid</b>	15,68	16,95	18,25	16,96	17,95	19,22	19,10	16,40	15,57	13,91	7,85
<b>Mujeres</b>											
<b>Nacional</b>	22,69	24,01	24,98	23,89	25,43	26,67	25,03	21,81	20,22	18,13	12,84
<b>Madrid</b>	16,91	18,43	17,29	17,54	19,59	20,34	17,91	16,27	16,14	13,79	9,51

(\*) Media trim. I, II, III (datos disponibles).

Fuente: EPA e INE.

**Cuadro 9****Tasa de temporalidad**

Evolución 2008 a 2015, España y Madrid

	2015 T3	2015 T2	2015 T1	Media 2015 (*)	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Total</b>											
Nacional	26,20	25,10	23,60	24,97	24,00	23,10	23,40	25,10	24,70	25,20	29,10
Madrid	18,30	16,50	15,30	16,70	16,00	16,40	17,40	19,20	18,80	19,30	23,10
<b>Hombres</b>											
Nacional	26,10	25,00	23,50	24,87	23,50	22,20	22,00	24,00	23,60	23,60	27,40
Madrid	19,70	17,60	15,40	17,57	15,50	15,40	16,40	18,40	18,20	17,30	20,00
<b>Mujeres</b>											
Nacional	26,20	25,20	23,70	25,03	24,50	24,10	24,90	26,50	26,10	27,20	31,20
Madrid	16,80	15,30	15,20	15,77	16,50	17,40	18,40	20,10	19,50	21,50	26,50

(\*) Media trim. I, II, III (datos disponibles).

Fuente: EPA e INE.

5,24 puntos por debajo de la nacional, mientras que cuando comenzó la crisis (III T de 2007) ese diferencial era solo de dos puntos. Respecto al año anterior, la tasa de paro ha disminuido en 1,5 puntos (18,74%) manteniendo la tendencia a la reducción constante desde 2013. Es importante destacar que el diferencial madrileño con la media nacional crece en el caso de la tasa de paro femenina, superando los siete puntos.

La tasa de temporalidad en la Comunidad de Madrid (16,70%) es la más baja de todas las comunidades autónomas y está 8,2 puntos por debajo de la del conjunto nacional (24,97%) en 2015. La temporalidad en Madrid crece levemente 0,7 puntos respecto al año anterior (16%), lo que puede explicarse por el fuerte crecimiento del número de nuevos contratos. Al presentar la Comunidad de Madrid la cifra más baja en esta tasa de todo el país lo que se está indicando es que en Madrid se crea empleo estable, que se consolida a lo largo del tiempo. Ya hemos señalado con los datos de contratación que se crearon un 15% más de contratos indefinidos que el año pasado, lo que demuestra que el empleo madrileño es cada vez más estable.

## 6. Políticas activas de empleo en la Comunidad de Madrid

Finalmente, para completar la visión de la evolución del empleo de la Comunidad de Madrid, se enumeran a continuación brevemente las políticas activas que se desarrollan o se van a desarrollar en la región. La Comunidad de Madrid va a desarrollar una nueva Estrategia de Madrid por el Empleo para los años 2016-2017. Los presupuestos regionales para 2016 destinan 397 millones de euros a la ejecución de las políticas de empleo, un 27,7% más que en 2015. Es la sección presupuestaria que más crece de todo el presupuesto de la Comunidad de Madrid, porque el empleo se ha señalado como la principal prioridad del Gobierno regional para esta legislatura.

El catálogo de políticas activas de empleo que recoge esta Estrategia parte de un análisis y diagnóstico riguroso, compartido con los interlocutores sociales, que se convierte en hoja de ruta para generar nuevas oportunidades de inserción laboral a los desempleados madrileños, en especial de los colectivos más vulnerables, así como de mejora de la cualificación de los trabajadores

e impulso al trabajo de los autónomos y entidades de la economía social.

La estrategia de Madrid por el empleo se estructura en varios ejes de actuación:

- a) Refuerzo y mejora de la intermediación laboral.
- b) Estímulos a la contratación.
- c) Potenciación de la formación para desempleados y ocupados.
- d) Atención a los colectivos prioritarios.
  - Jóvenes.
  - Parados de larga duración.
  - Personas con discapacidad.
  - Personas en riesgo de exclusión social.
  - Víctimas de la violencia de género.
- e) Apoyo a los trabajadores autónomos, empresas de la economía social y responsabilidad social corporativa.
- f) Seguimiento y evaluación de las políticas activas incluidas en la Estrategia de Madrid por el Empleo.

### NOTAS

- (1) Basta decir al respecto que durante años las variables macroeconómicas de Madrid (PIBpc, crecimiento, paro) eran peores que las de Cataluña o que las del País Vasco, aun siendo aquella desde siempre la capital de España.
- (2) Madrid es la CA con mayor libertad económica de acuerdo con el índice de libertad económica en España. *Libertad económica en España, 2015*. Cabrillo, Albert y Biazzi. Editorial Civismo, 2015.
- (3) La CM acoge el 21% de las empresas creadas en España, liderando 2015 con la creación de más de 18.000 nuevas sociedades de enero a noviembre. en 2015 se crearon 55 nuevas empresas al día. En el acumulado del 2015 la inversión extranjera realizada en la región supera los 12.500 millones de euros, lo que supone el 68,9% del total español.

### BIBLIOGRAFÍA

- Cabrillo, F., Albert, R. y Biazzi, R. (2015), «Libertad económica en España 2015», Civismo, Madrid.
- ESADE (2015), «Informe Infojobs ESADE 2015».
- Hays Consulting (2015), «Guía del Mercado Laboral en España 2015».
- INE, Instituto Nacional de Estadística, *Encuesta de Población Activa*.
- SEPE, Servicio Público de Empleo, Ministerio de Empleo y Seguridad Social de España, *Datos de paro registrado*.
- SEPE, Servicio Público de Empleo, Ministerio de Empleo y Seguridad Social de España, *Informe del Mercado de Trabajo Estatal 2014*.

# ECONOMISTAS

COLEGIO DE

MADRID



La revista **Economistas** es la publicación del **Colegio de Economistas de Madrid**. Durante el año se editan tres 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](mailto:revista.economistas@cemad.es)

[www.colegioeconomistasmadrid.com](http://www.colegioeconomistasmadrid.com)



# LA ECONOMÍA MÁS ALLÁ DEL 2015

**Antonio Pulido**

*Catedrático Emérito, UAM*

## RESUMEN

Predicciones y riesgos sobre el crecimiento de la economía mundial, con especial referencia a la eurozona y España. Horizonte 2016-2020.

## PALABRAS CLAVE

Crecimiento, Riesgos y consenso predicciones.

### 1. Justificación

La economía es un devenir continuo y cortarla arbitrariamente por años es una simplificación que nos imponemos solo por razones prácticas. Además, hacer el balance de un año debe ser una mirada al retrovisor para conducir, con menos peligro, hacia el mañana.

Pero observar el presente es como mirarse en el espejo: se ve lo que eres, pero no termina de concretarse lo que serás. Para adentrarte en el mañana es necesario pasar al otro lado del espejo; dejar de ensimismarte en tu presente o en tu pasado y atreverte a entrar en lo desconocido. Se trata de ir incluso más allá de predecir lo que parece que va a ocurrir, para entrar en un futuro deseado y trazar el camino para que pueda hacerse realidad.

Estas son las dos principales razones para incluir en este balance del año pasado una visión prospectiva de futuro.

Todos sabemos que adentrarnos en un futuro, siempre incierto y pleno de riesgos, es una tarea delicada y abierta a todo tipo de errores. Pero pensamos que es un enfoque útil y, por tanto, necesario aunque sea solo como motivo de reflexión, especialmente en tiempos de cambio y con múltiples riesgos en el horizonte.

En forma necesariamente muy resumida, intentaremos en esta área de *Perspectivas* suministrar algunas referencias básicas sobre cómo puede evolucionar la economía

española en 2016, los principales riesgos de futuro y los posibles escenarios a medio y largo plazo.

### 2. La economía mundial en 2016

Las expectativas sobre crecimiento real del PIB mundial son de un ligero aumento de ritmo en 2016 sobre 2015 (del orden de medio punto de porcentaje), a pesar de los riesgos a la baja que han ido apareciendo durante los últimos meses.

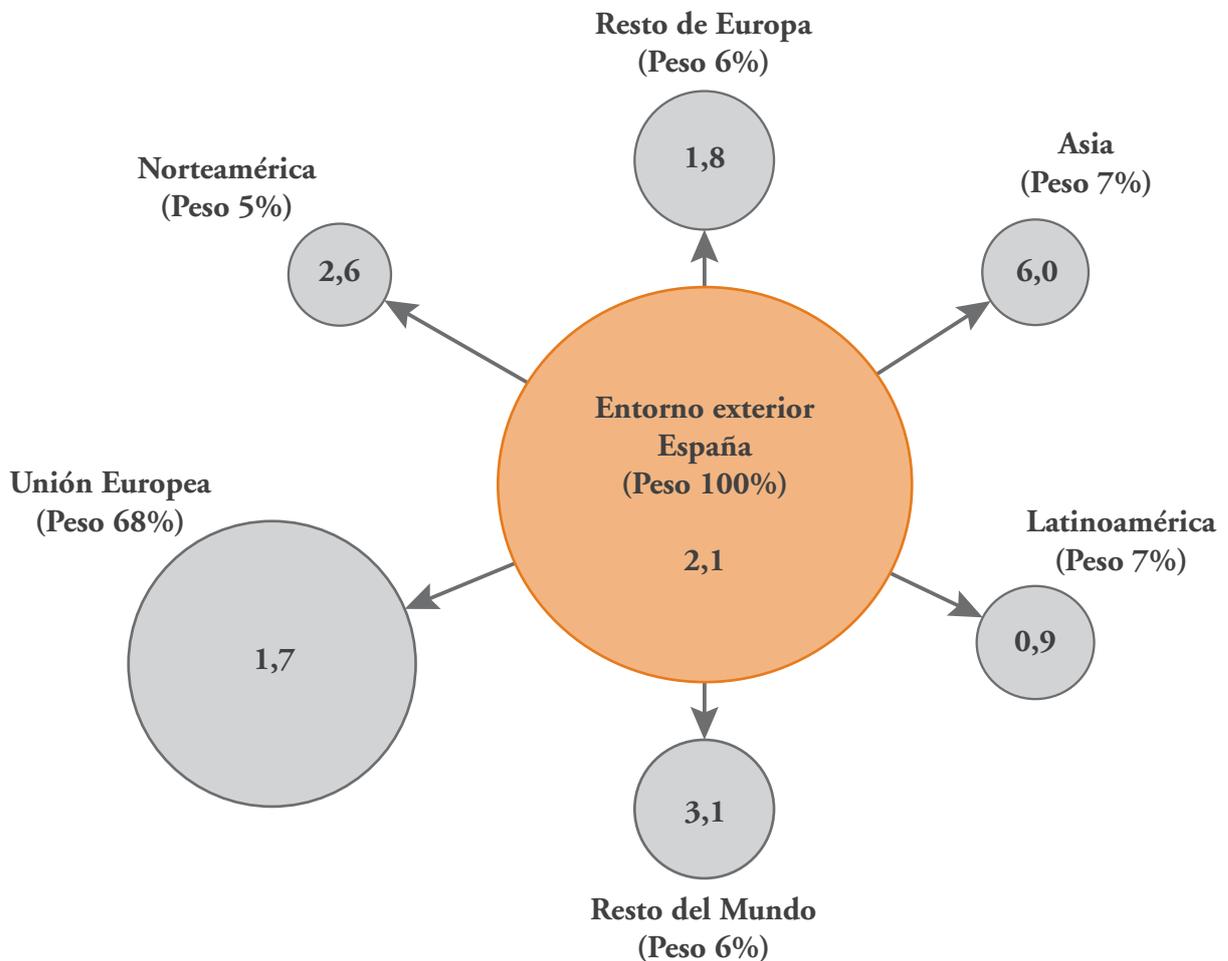
Si descendemos a nivel de grandes áreas mundiales, esas expectativas son muy diferentes. Latinoamérica seguirá creciendo por debajo del 1%; la UE se espera que lo haga solo alguna décima por encima del 1,5%; EE.UU. continuará con ritmos del orden del 2,5%; Japón se limitará a un 1%, y el conjunto de economías emergentes de Asia alcanzarán, en su PIB agregado, tasas en torno al 6%.

Para nuestro país, el entorno internacional, ponderado por la dependencia en términos de comercio internacional, turismo receptivo e inversión extranjera, reduce la tasa de crecimiento mundial del 3% para 2016 en cerca de un punto de porcentaje, pero sigue mostrando una mejoría previsible de ritmo sobre el correspondiente a 2015.

En el gráfico 1 se resume el proceso de cálculo que hemos seguido para estimar el impacto aproximado que para España tiene la evolución del entorno

**Gráfico 1**

**El peso en el crecimiento en 2016 de las diferentes áreas geográficas**



*Fuente:* Elaboración propia a partir del consenso de predicciones de Consensus, FMI y EIU y pesos por zonas según participación en exportaciones de mercancías, turismo receptivo e inversión.

exterior previsto para 2016. El ritmo de crecimiento recogido es el promedio de los últimos informes del Fondo Monetario Internacional y los paneles de Consensus Forecast e Economist Intelligence Unit (EIU). El peso asignado a cada zona es una media ponderada de su participación en las exportaciones españolas de mercancías (peso del 60%) ingresos por turismo receptivo (30%) y rentas por inversión internacional (10%) (1).

Una comparativa de las estimaciones para 2015 y las predicciones para 2016 se incluye en el cuadro 1 del último informe del FMI, *World Economic Outlook* (oc-

tubre 2015). Se incluye la predicción 2016 para España, que comentaremos posteriormente.

En cualquier caso, las predicciones mundiales para 2016 se realizan por las distintas instituciones internacionales a partir de unas hipótesis de trabajo sobre algunos aspectos claves, tales como políticas económicas esperadas, precios del petróleo o tensiones geopolíticas. En el caso del FMI, las recogemos en el cuadro 2 y los riesgos predominantes a corto plazo en el cuadro 3.

Sobre los riesgos de recesión y deflación, el FMI ha revisado las probabilidades que asigna (gráfico 2). El

**Cuadro 1****Comparativa de predicciones de variación del PIB en 2015-2016 según el FMI**

	2015	2016
PIB mundial (a paridad poder compra)	3,1	3,6
PIB mundial (a tipos cambio)	2,5	3,0
Comercio mundial (bienes y servicios)	3,2	4,1
PIB mundial (ponderado peso España)	1,7	2,1
PIB eurozona	1,5	1,6
PIB España	3,1	2,5

Fuente: Elaboración propia a partir de FMI, octubre 2015.

**Cuadro 2****Hipótesis de trabajo en la predicción del FMI**

• Consolidación fiscal moderada de economías avanzadas.
• Política fiscal más expansiva en mercados emergentes para compensar la desaceleración.
• Normalización de la política monetaria en EE.UU. aunque aumentarán los tipos de interés.
• Normalización de la política monetaria en Reino Unido en 2016.
• Sin cambios en política monetaria en la UE y Japón.
• Incremento gradual de los precios del petróleo (de 52\$ el barril promedio 2015 a 55\$ en 2017 frente a 64\$ en la predicción anterior de abril).
• Estabilización de los precios de los productos básicos.
• Tensiones geopolíticas elevadas (principalmente Rusia/Ucrania y Oriente Medio, pero con tendencia a reducirse).

Fuente: Elaboración propia a partir del *World Economic Outlook* del FMI, octubre 2015.

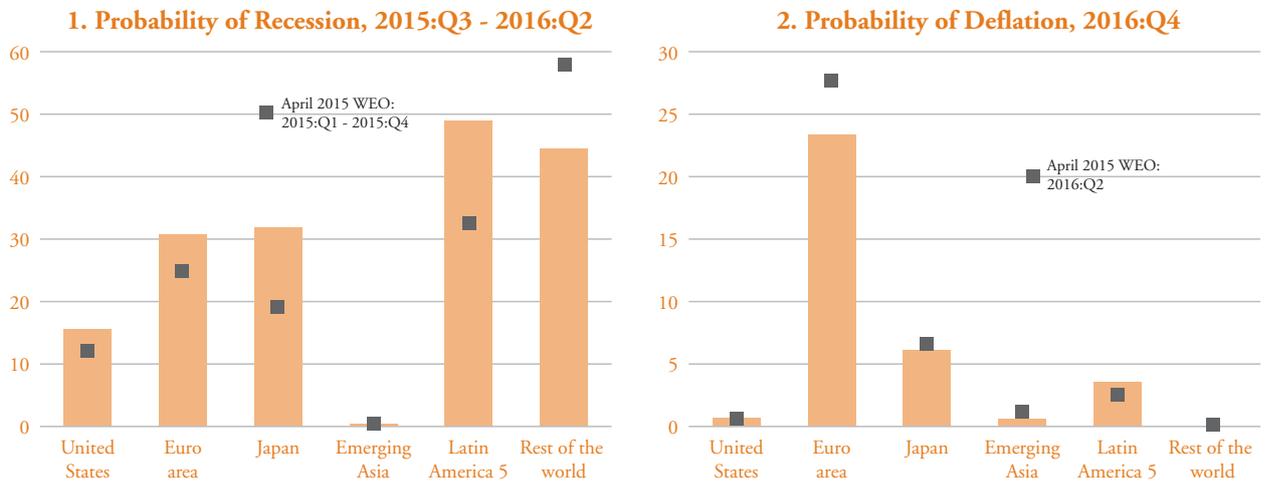
**Cuadro 3****Factores de riesgo predominantes a corto plazo según el FMI**

• Ajustes acusados en precios de activos y tormentas en mercados financieros.
• Riesgos de crecimiento en China con dos niveles: a) Moderación del crecimiento por una política del gobierno más prudente en créditos e inversiones y b) Aterrizaje rápido.
• Menores precios de materias primas.
• Fortalecimiento destacable del dólar.
• Mayores riesgos geopolíticos (Ucrania, Oriente Medio y zonas de África).
• Estancamiento secular con deflación y caída del PIB potencial en algunas zonas de países desarrollados.

Fuente: Elaboración propia a partir del *World Economic Outlook* del FMI, octubre 2015.

**Gráfico 2**

**Risky outlook: The eurozone is facing a less risk of recession and deflation**



Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre 2015.

riesgo de recesión lo sitúa para los próximos trimestres en casi un 50% para Latinoamérica (unos 20 pp por encima de su anterior informe de abril) y con corrección también al alza para Japón y la eurozona, hasta situarse alrededor del 30%. Ha reducido, por el contrario, los riesgos mundiales de deflación, aunque en la eurozona todavía lo sitúa por encima del 20%.

**3. La economía española en 2016**

Las expectativas de crecimiento económico para 2016 en nuestro país siguen estando claramente por encima de las del conjunto de la UE o de la eurozona, pero apuntan a una desaceleración de hasta medio punto de porcentaje o incluso superior para los centros de predicción más pesimistas (cuadro 4).

La primera pregunta que debemos hacernos es por qué se desacelera la economía española en un entorno de predicción al alza, aunque sea con elevados riesgos de que deban de corregirse posteriormente a la baja. La explicación puede estar repartida entre:

- Un impacto diferencial negativo de algunos factores comunes.

- Anomalías no mantenibles propias de 2015.
- Aspectos específicos de la economía española en 2016.

Posiblemente, la mayoría de los centros de predicción nacionales e internacionales, públicos y privados, han considerado que 2015 fue excepcional en cuanto al fuerte ritmo de caída de los precios del petróleo, la reducción de la prima de riesgo, la depreciación del euro o los estímulos públicos de gasto en un año electoral.

Posiblemente, también, se habrán valorado riesgos internos de unos resultados electorales que apuntan a gobiernos comparativamente más débiles o tensiones sociales y políticas rupturistas.

En cualquier caso, unas tasas de variación del PIB real por encima del 2% o incluso del 2,5% (el consenso se sitúa en el entorno del 2,7%) nos sitúa en una posición favorable respecto al conjunto de la eurozona y en un entorno del PIB potencial de nuestra economía. No olvidemos, además, que medio punto de desaceleración en el crecimiento del PIB entre 2015 y 2016 no es una cifra alarmante (errores de estimación aparte), excepto que marque una tendencia mantenible a medio y largo plazo.

**Cuadro 4****Consenso de predicciones de crecimiento para España en 2016**

	<b>Fecha predicción</b>	<b>Crecimiento PIB real</b>
Gobierno	07/15	3,0
Banco de España	12/15	2,8
CE	11/15	2,7
FMI	10/15	2,5
OCDE	11/15	2,7
Consensus Forecast	01/16	2,7 máx. 2,9 mín. 2,4
The Economist	01/16	2,7 máx. 3,1 mín. 2,3
Focus Economics	01/16	2,7 máx. 3,1 mín. 2,4
Panel FUNCAS	01/16	2,7 máx. 2,9 mín. 2,4
Consenso	–	2,7
Discrepancia (*)	–	0,5

(\*) Puntos de porcentaje máx.-mín., utilizando datos de consenso en los paneles.

Fuente: Elaboración propia, noviembre 2015, a partir de las publicaciones de las instituciones de referencia.

#### 4. Perspectivas económicas a medio y largo plazo

Si la predicción económica para 2016 está condicionada por la evolución de muy diversos riesgos en potencia, las perspectivas a cinco o diez años solo pueden considerarse como hipótesis de trabajo, a revisar permanentemente según vayan los acontecimientos. Esas hipótesis de trabajo quedan, en general, implícitas y corresponden a una hipotética situación de relativa normalidad, *business as usual* en la terminología habitual anglosajona. Marcan posibles tendencias con fluctuaciones, a veces, de tipo cíclico que exigen explicitar supuestos.

De hecho, los riesgos son tan elevados como para que algunos propongan renunciar a cualquier valoración. Sin embargo, empresas y otras instituciones, públicas o privadas, tienen necesidad de gestionar estrategias con una visión amplia de futuro.

No existe una receta única para cómo resolver la contradicción inevitable entre necesidades y posibilidades de conocer ese futuro. Nuestra recomendación es atender a cinco principios básicos:

- Ninguna predicción a medio y largo plazo tiene una elevada probabilidad de acierto, con lo que es imprescindible valorar alternativas.

**Cuadro 5****Una perspectiva amplia del crecimiento mundial según el FMI**

Porcentaje de variación media anual del PIB en PPC para agrupados por zonas

	Media 1996-2005	Situación previa de la crisis (2007)	Periodo crisis (2008-2013)	Salida crisis (2014-2015)	Horizonte 2016-2020
Mundo	3,9	5,7	3,2	3,3	3,8
EE.UU.	3,4	1,8	0,8	2,5	2,5
Eurozona	2,2	3,0	-0,3	1,2	1,6
Japón	1,0	2,2	0,2	0,2	0,7
Conjunto economías avanzadas	2,8	2,8	0,6	1,9	2,1
Latinoamérica	2,9	5,7	3,3	0,5	2,2
Asia emergente y en desarrollo	6,9	11,2	7,7	6,7	6,4
Conjunto emergentes y en desarrollo	5,1	8,7	5,5	4,3	5,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre 2015 y elaboración CEPREDE.

– En un mundo en cambio permanente y donde la interrelación entre países es elevada y creciente, las predicciones, sobre todo según se amplía el horizonte, deben considerarse como apuestas a revisar periódicamente.

– El peso que suele concederse a los datos del pasado para proyectarse a futuro debe disminuir según se amplía el horizonte y la imaginación debe jugar un papel creciente. Incluso las *macrotendencias* se quiebran.

– Por tanto, es imprescindible cubrirse de los riesgos de predicción del entorno macro y disponer de estrategias alternativas.

– Atención a los *cisnes negros* de baja probabilidad pero de fuerte impacto, que no están incluidos en predicciones o escenarios habituales.

En el cuadro 5 incluimos la predicción para 2016-2020 aportada por el FMI en su último informe en comparativa por grandes zonas y para periodos anteriores. La predicción es muy similar a la ofrecida hace seis meses y apunta a una tendencia a la recuperación

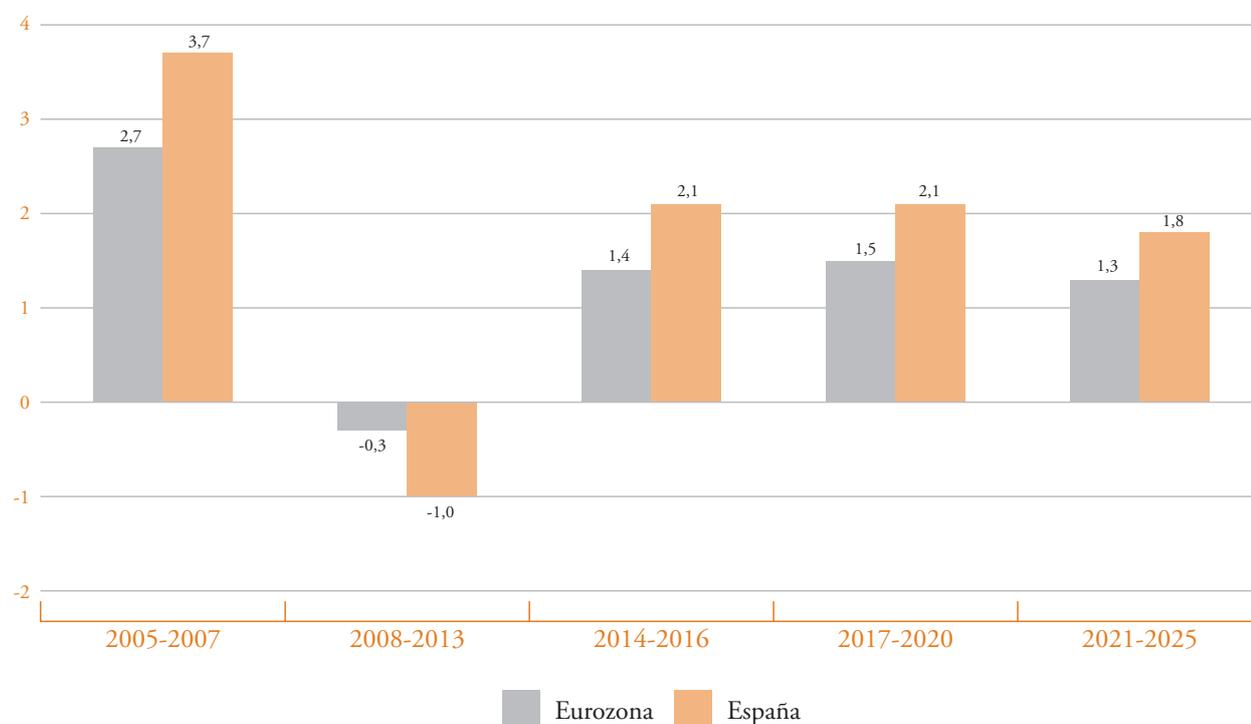
progresiva de la economía mundial y del conjunto de países emergentes y en desarrollo. Latinoamérica se supone que podría recuperarse de la reciente desaceleración; EE.UU. en tasas del orden del 2,5% a largo plazo; la eurozona se mantiene a ritmos que se sitúan alrededor del 1,5%, y Japón continuará por debajo del 1% de crecimiento.

Un crecimiento, durante los próximos diez años, del conjunto de países de la eurozona a una discreta tasa del 1,5% anual, del orden de un punto de porcentaje por debajo de EE.UU. y cinco puntos menos que las economías emergentes y en desarrollo de Asia, es un condicionante para España.

En este entorno, las expectativas de referencia para nuestro país se sitúan alrededor del 2% para el cuatrienio 2017-2020 e incluso algunas décimas de punto por debajo para el periodo 2021-2025 (2) comparativamente con el conjunto de la eurozona, el diferencial de más de un punto y medio de porcentaje favorable a España en 2015, se reduciría a solo medio punto durante los próximos diez años (gráfico 3).

**Gráfico 3****Crecimiento España vs. Eurozona**

Porcentaje variación PIB anual



Fuente: Datos históricos de la Comisión Europea. Predicciones de Consensus Forecast.

Insistimos en que estos datos de futuro deben entenderse como unas expectativas elaboradas sobre un contexto de tipo *business as usual*, es decir manteniendo las grandes líneas de comportamiento y tendencias actuales de las economías mundiales.

Pero los riesgos, principalmente a la baja, que pueden vislumbrarse son múltiples y aún deberemos ir añadiendo las sorpresas que durante un decenio puedan producirse. A título de ejemplo, en el gráfico 4 hemos recogido las dos alternativas que plantea el FMI sobre la solución básica presentada a finales de 2015.

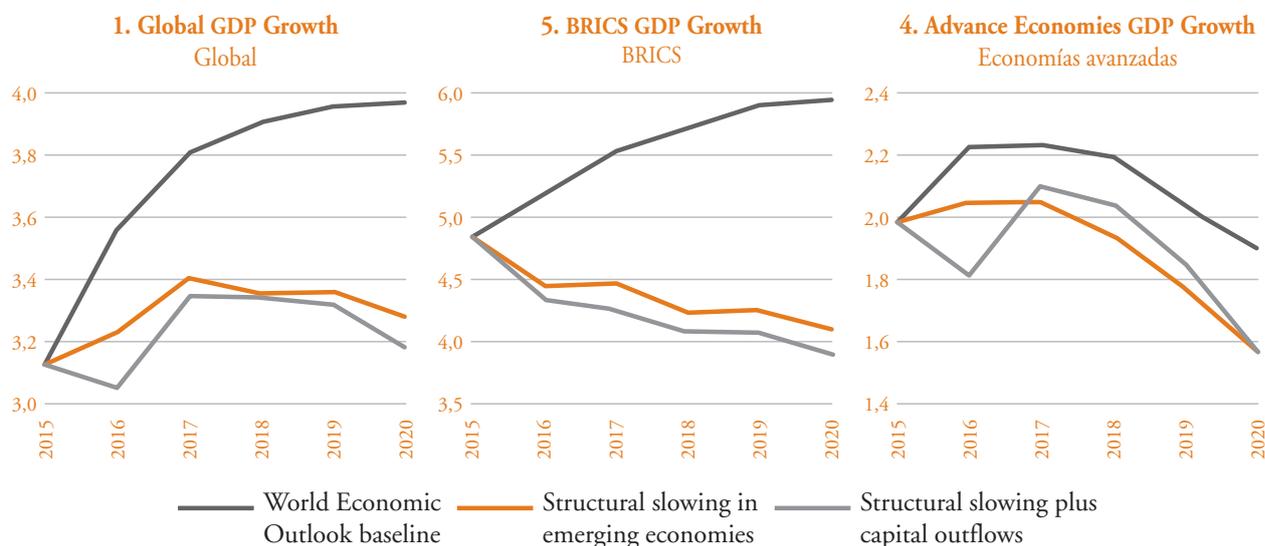
La primera variante considera el posible impacto de una reducción estructural del ritmo de crecimiento de las economías emergentes. La segunda alternativa añade el impacto de una salida de capitales desde estos países hacia las economías más desarrolladas. El impacto (gráfico 4) podría suponer 0,7-0,8 puntos de

porcentaje de menor crecimiento para la economía mundial en el horizonte 2020; hasta casi dos puntos en el caso de los BRICS y solo tres décimas para las economías avanzadas.

Una visión más detallada de riesgos está recogida en el artículo de esta sección elaborado por Federico Steinberg. Una referencia a escenarios alternativos para España se incluye en el artículo de Julián Pérez. Según los cálculos realizados, una desaceleración estructural de las economías emergentes podría suponer, en un horizonte 2020, unas tres décimas de punto de menor crecimiento. Un escenario alternativo más optimista de reactivación de la inversión europea, abaratamiento adicional del precio del petróleo y debilidad mantenida del euro, es posible que añadiese incluso un punto de mayor crecimiento para España en 2016-2018 y unas décimas al alza hacia finales de la presente década.

### Gráfico 4

Crecimiento económico mundial, BRICS y economías avanzadas según tres escenarios del FMI y periodo 2015-2020



Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre 2015.

Pero las predicciones, en especial a medio y largo plazo, no deben entenderse nunca como una apuesta segura, sino como un sistema permanente de vigilancia sobre un futuro incierto en el que debemos, con todos los riesgos de equivocarnos, tomar decisiones.

#### NOTAS

- (1) Se han utilizado los últimos datos disponibles de la Secretaría de Estado de Comercio en su informe sobre el sector exterior, para la distribución por países y los pesos de bienes, servicios y rentas de inversión del *Boletín Estadístico del Banco de España*. El *Resto de Europa* incluye Europa del Este, Turquía, Suiza, Noruega y otros países ajenos a la UE.
- (2) Las predicciones del FMI apuntan a un promedio anual de variación del PIB real para España del 2,1% en 2017-2020. El panel de expertos de Consensus Forecast mantiene esos ritmos en una media del 2% y la reduce incluso al 1,8% para el quinquenio 2021-2025.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Ministerio de Economía y Competitividad (2015), «Escenario Macroeconómico 2015-2016», julio 2015.
- Banco de España (2015), «Boletín Económico», 09/2015, septiembre 2015.
- Comisión Europea (2015), «European Economic Forecast Autumn 2015», noviembre 2015.
- FMI (2015), «World Economic Outlook», octubre 2015.
- OCDE (2015), «OCDE Economic Outlook», noviembre 2015.
- Consensus Economics Inc. (2015), «Consensus Forecast», noviembre 2015.
- The Economist Intelligence Unit (2015), «The Economist Print edition», 7, noviembre 2015.
- Focus Economics (2015), «Consensus Forecast Euro Area», noviembre 2015.
- FUNCAS (2015), «Panel de previsiones de la economía española», noviembre 2015.

# PERSPECTIVAS Y ESCENARIOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**Julián Pérez García**

*Profesor Titular Departamento Economía Aplicada, UAM  
Director General Adjunto, CEPREDE*

---

## RESUMEN

En este artículo se presentan de forma resumida las principales tendencias macroeconómicas esperadas para la economía española en los próximos periodos, al tiempo que se analizan los principales factores de riesgo que se ciernen sobre dichas tendencias y se presentan los resultados agregados de dos escenarios alternativos derivados de la evaluación de dichos elementos de riesgo.

## PALABRAS CLAVE

Predicción macroeconómica, Riesgos, Escenarios alternativos.

---

## 1. Introducción

La adecuada planificación de cualquier actividad empresarial, o de las diferentes instituciones, públicas o privadas, precisa de la disponibilidad de un cierto marco de referencia sobre la evolución que pueden experimentar, tanto a corto como a medio y largo plazo, las diferentes magnitudes que componen el escenario macroeconómico en el que se desenvuelven dichas actividades.

Por este motivo, y considerando todos los matices, incertidumbres, riesgos y posibles alternativas, parece necesario disponer de unas estimaciones, lo más fiables posibles, sobre la evolución de las grandes magnitudes económicas; y, siendo conscientes de la variabilidad de las mismas, e incluso de sus múltiples errores, siempre será mejor disponer de una cierta información imperfecta que la ausencia total de la misma.

Partiendo de estos condicionantes, a lo largo del presente artículo trataremos de resumir las principales líneas de evolución de la economía española durante los próximos años, identificando los elementos más relevantes y señalando los posibles elementos de riesgo de cambio en dichas perspectivas.

Tras este primer apartado introductorio, realizaremos una presentación de lo que consideramos el escenario básico (*Business As Usual*), o de mayor probabilidad, para, posteriormente, recoger los principales elementos de riesgo y presentar algunos escenarios alternativos.

## 2. El escenario básico de predicción

Los resultados que presentaremos a continuación se han obtenido a partir de los diferentes modelos y herramientas de análisis que viene desarrollando CEPREDE desde hace más de treinta años, que permiten el análisis y seguimiento permanente de la economía española, y que en este caso concreto corresponden a los cálculos realizados a finales del pasado año (Ceprede, 2015).

Comenzaremos por poner de manifiesto que la economía española se encuentra, en la actualidad, en un proceso de recuperación cíclica tras la última recesión experimentada entre 2011 y 2012 como resultado de la crisis de la deuda soberana, que frenó en seco el leve proceso de recuperación registrado en 2010 tras la gran crisis económica y financiera de 2009.

Este proceso de recuperación cíclica se ha visto especialmente acelerado durante el pasado año 2015, donde confluyeron dos elementos externos especialmente

positivos, la fuerte caída de los precios del petróleo y la depreciación del euro, junto con un elemento idiosincrático vinculado a la fuerte reactivación del mercado laboral, que llevaron a nuestra economía a registrar una de las tasas de crecimiento más elevadas entre todos los países de la eurozona.

Sin embargo, de cara al futuro, no debemos caer en la ingenuidad de pensar que todos estos elementos van a seguir teniendo un efecto de intensidad similar durante los próximos trimestres, ya que no parece factible que el euro continúe depreciándose con la misma intensidad, ni que los precios del petróleo vuelvan a mostrar caídas del 50%, e incluso que se siga generando empleo a unos ritmos similares a los del crecimiento de la producción y que suponen una ausencia de ganancias de productividad.

Por este motivo, y aunque la mayoría de los analistas admiten la continuidad de este proceso de recuperación cíclica, apoyado por un entorno internacional igualmente en ligera recuperación, no parece posible que se repitan los excelentes resultados registrados en 2015.

Así, nuestras estimaciones actuales sitúan la tasa de crecimiento del PIB real en 2015 ligeramente por encima del 3%, si bien, el perfil de evolución trimestral apunta hacia una progresiva moderación de los ritmos de crecimiento a partir de la segunda mitad del año y que se prolongaría a lo largo de 2016, donde se alcanzaría un crecimiento anual en torno a los dos puntos y medio. Esta desaceleración vendría provocada por el conjunto de la demanda interna, ya que para la demanda exterior se adelanta un cierto proceso de mejora a lo largo del próximo año.

La evolución del empleo seguirá siendo bastante intensa durante los próximos trimestres aunque, lógicamente, se irá moderando en paralelo con la propia dinámica de la actividad económica. Por su parte, la población activa debería terminar reaccionando a las mejoras de ocupación y podría recuperar tasas de crecimiento positivas durante el próximo año 2016, impidiendo, así, una mayor reducción del desempleo.

Este escenario central contempla, en la actualidad, una prolongación de la debilidad relativa de la divisa

europea, que continuaría reduciendo su valor relativo respecto al dólar aunque sin llegar a superar la paridad. Por su parte, la política monetaria europea podría iniciar un cierto proceso de normalización a lo largo del año 2016, y donde las referencias a corto plazo iniciarían el camino de la reactivación que ya se estaría manifestando en los tipos a largo plazo durante los últimos meses del año 2015.

En este entorno de política monetaria, la reactivación del mercado de vivienda junto con la reducción de las rentas financieras de las familias, estaría reduciendo su capacidad de financiación neta; si bien, la mejora progresiva de las condiciones de financiación terminará generando una cierta expansión en los niveles de crédito al sector privado.

En términos de inflación, las expectativas apuntan hacia una recuperación progresiva de las tasas de crecimiento de los precios impulsada, tanto los factores externos, ante una moderación en las caídas de los precios de materias primas, como internos, donde los costes laborales unitarios podrían empezar a registrar ligeros avances.

La evolución de los costes de producción podría presentar un cierto punto de inflexión durante el año 2015, donde se alcanzarían mínimos en las tasas de crecimiento de los *inputs* energéticos. Para el resto de componentes de coste, dicho punto de inflexión ya se habría producido durante el pasado año 2014, y así, tanto los costes salariales como los de bienes y servicios ya estarían mostrando un ligero repunte durante el año 2015.

Respecto a los desequilibrios básicos, aunque el proceso de contención del déficit público se mantendría durante los próximos trimestres, su intensidad sería ligeramente inferior a la fijada en los objetivos de consolidación fiscal, que no se cumplirían estrictamente, ni el presente año, ni el siguiente; mientras que el saldo exterior permanecería estabilizado en valores ligeramente deficitarios tras desaparecer el superávit alcanzado en 2015.

En el cuadro 1 que presentamos se resumen las principales estimaciones contempladas en este escenario básico.

**Cuadro 1****Previsiones para las principales magnitudes de la economía española**

	2015				2016				2014	2015	2016	2017	2018
	I	II	III	IV	I	II	III	IV					
PIB (% cto.)	2,7	3,1	3,3	3,2	2,9	2,4	2,2	2,0	1,4	3,1	2,4	2,0	2,2
Demanda interna (aport. cto.)	3,1	3,3	3,5	3,7	3,4	2,9	2,6	2,4	2,2	3,4	2,8	2,4	2,3
Demanda externa (aport. cto.)	-0,5	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1
Puestos de trabajo (% cto.)	2,8	2,9	2,8	2,6	2,2	1,7	1,5	1,2	1,2	2,8	1,6	1,3	1,4
Ocupados (var. en miles)	504	514	544	513	383	250	207	169	205	519	252	214	341
Tasa de paro (% pob. activa)	23,8	22,4	21,2	21,4	22,2	21,5	20,7	21,1	24,4	22,2	21,4	21,0	20,1
Tipo de cambio €/€/\$	1,13	1,10	1,11	1,06	1,05	1,05	1,04	1,03	1,33	1,10	1,04	1,06	1,06
Tipo interés interbanc. 3 m.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0	0,2	0,7	1,2
Rdto. deuda a 10 a.	1,4	1,8	1,8	1,9	2,1	2,1	2,2	2,3	2,7	1,7	2,2	2,7	3,1
Cap. financ. hogares (% PIB)	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2	0,4	0,7	0,2	0,4
Crédito empresas (% cto.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,3	1,2	4,2	3,9	5,3
C.L.U. (% cto.)	0,9	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,6	-0,4	0,1	0,3	0,8	0,8
Inflación	-1,1	-0,3	-0,3	0,2	0,9	0,7	1,0	1,3	-0,1	-0,4	1,0	1,5	2,2
Costes salariales (% cto.)	0,79	0,17	0,35	0,43	0,73	0,98	1,23	1,38	-0,2	0,4	1,1	1,5	2,3
Precios del petróleo (% cto.)	-50,5	-44,6	-50,4	-36,9	-7,28	-15,1	6,34	15,1	-9,3	-46,2	-1,2	13,6	14,8
Precios industriales (% cto.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,8	1,9	3,1	3,2	3,5
Déficit público (% PIB)	-5,3	-5,0	-4,7	-4,4	-4,0	-3,7	-3,4	-3,3	-5,8	-4,9	-3,6	-2,9	-2,5
Saldo por c.c. (% PIB)	-0,7	-0,1	1,0	1,1	-1,2	-0,5	0,4	0,5	0,8	0,3	-0,2	-0,3	-0,2

Fuente: CEPREDE, noviembre 2015.

### 3. Riesgos y escenarios alternativos

Tal como hemos señalado en el apartado introductorio, la elaboración de predicciones debe estar sujeta a un continuo proceso de revisión y valoración de las distintas alternativas y riesgos que pueden afectarlas.

Lógicamente, son múltiples los factores y elementos de riesgo con los que se enfrenta la economía española,

tanto a corto como a medio y largo plazo; si bien, a título orientativo podemos utilizar la relación recogida en el informe semestral de predicción que presentó CEPREDE el pasado mes de noviembre, que se resume en el cuadro 2 y donde se diferencian dichos riesgos por su origen geográfico y por su tipología.

Mientras que los riesgos que hemos denominado *genéricos* son difíciles de evaluar en cuanto a su evolución,

**Cuadro 2**

**Clasificación de los principales riesgos**

	Globales	Europeos	Internos
Genéricos	Falta adaptación al cambio climático. Tendencia al proteccionismo. Inestabilidad creciente en la gobernanza mundial.	Fenómenos meteorológicos extremos. Ciberataques. Consolidación de los Estados Unidos de Europa.	Fallos en los mecanismos e instituciones financieras relevantes. Fallos en infraestructuras críticas. Burbujas de activos. Desempleo estructural.
Específicos	Tensión creciente Rusia-UE. Enfrentamiento creciente entre Occidente y el islamismo radical. Crisis económico-financiera en China.	Estancamiento económico y populismo político provocan una ruptura de la zona euro. Deflación en Europa en su conjunto. Europa a la carta, fragmentada y descoordinada.	Dificultades de gobernanza por parcelación de partidos. Tensiones crecientes y radicales en la España de las Autonomías. Inestabilidad social. Deflación.

Fuente: CEPREDE, noviembre 2015.

para los *específicos* sí que podríamos realizar un cierto seguimiento en cuanto a su probabilidad de ocurrencia, valorando cómo han ido evolucionando en los últimos meses, obteniéndose la valoración que se presenta en el cuadro 3.

Los resultados de las elecciones catalanas, así como los derivados de las elecciones generales, han cambiado la intensidad relativa de los riesgos internos en los últimos meses, habiendo aumentado las tensiones independentistas en Cataluña al tiempo que se han re-

**Cuadro 3**

**Evolución de los riesgos específicos**

	En aumento	Mantenidos	En disminución
Globales	Enfrentamiento creciente entre Occidente y el islamismo radical. Crisis económico-financiera en China.	Tensión creciente Rusia-UE.	
Europeos		Europa a la carta, fragmentada y descoordinada.	Estancamiento económico y populismo político. Deflación en Europa en su conjunto.
Internos	Tensiones crecientes y radicales en la España de las Autonomías.	Inestabilidad social. Dificultades de gobernanza por parcelación de partidos.	Deflación.

Fuente: CEPREDE, noviembre 2015.

ducido las posibilidades de formación de un gobierno nacional especialmente rupturista.

En el ámbito europeo, la aparente salida negociada de la crisis griega parece haber reducido los riesgos de ruptura de la eurozona, mientras que los recientes ataques terroristas han incrementado el riesgo asociado a las tensiones entre Occidente y el islamismo radical.

A la vista de la evolución experimentada por los diferentes elementos de riesgo se han elaborado dos escenarios alternativos a medio plazo, que recogen estas evoluciones, y que nos delimitarían las posibilidades de crecimiento de la economía española.

El primero de los escenarios alternativos (escenario 2) se basaría en los resultados presentados por el FMI en su último informe (FMI, 2015) y respondería a una situación de desaceleración estructural en las economías emergentes con reducción de los flujos de inversión hacia estas economías ante unas expectativas de menor rendimiento y que se traducirían en un endurecimiento de las condiciones de financiación

al existir una mayor competencia por los menores fondos disponibles.

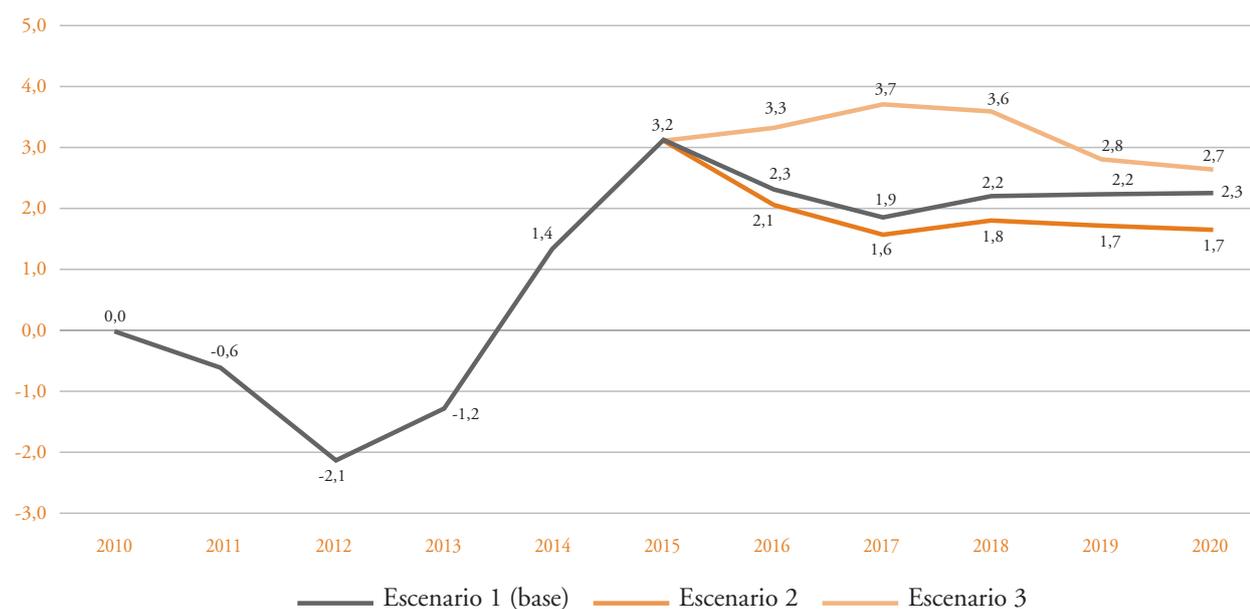
En el tercer escenario (segundo escenario alternativo) se ha considerado que los *shocks* externos que habrían impulsado el crecimiento en 2015, es decir, debilidad del euro y abaratamiento de los precios del petróleo, se prolongarían en el tiempo, posibilitando una mayor expansión de las exportaciones europeas y una mayor dinámica de la demanda interna, tanto por la vía del aumento del consumo derivado del ahorro energético como por una mayor dinámica inversora, en un entorno de mayor expansión de la demanda externa y una reducción de la incertidumbre en la eurozona.

Lógicamente, estos dos escenarios alternativos no son estrictamente simétricos, ni en términos de sus efectos sobre la economía española, ni en sus posibilidades de ocurrencia; que, de forma orientativa podrían situarse en el 50% para el escenario básico, mientras que al escenario pesimista (escenario 2) y al optimista (escenario 3) les correspondería, respectivamente, un 30% y un 20% de probabilidad.

## Gráfico 1

### Escenarios alternativos de crecimiento en España

Datos en PIB real (porcentaje de crecimiento)



Fuente: CEPREDE, noviembre 2015.

Analizando los resultados obtenidos en términos de crecimiento económico en cada uno de los tres escenarios presentados (básico y dos alternativos), podríamos deducir que el PIB español podría oscilar en una banda del 1,5 al 3,5% durante los próximos años, con unas desviaciones al alza que, aun siendo menos probables, tendrían un efecto diferencial superior a las desviaciones a la baja, tal como se recoge en el gráfico 1 que presentamos.

En términos comparativos respecto a la Eurozona, el escenario 2 sería menos perjudicial a corto plazo, aunque terminaría generando unos mayores efectos

negativos, mientras que el escenario 3 sería bastante más favorable a corto plazo aunque el diferencial sería inferior a finales del horizonte de predicción.

### BIBLIOGRAFÍA

- CEPREDE (2015), *Informe Semestral: Predicciones, Alternativas y Riesgos*, diciembre 2015. [http://www.ceprede.es/informes/informe\\_prediccion/Predicciones\\_Nov15.pdf](http://www.ceprede.es/informes/informe_prediccion/Predicciones_Nov15.pdf)
- FMI (2015), *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*, octubre 2015. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/text.pdf>

CONSIGUE UN  
DESCUENTO DESDE  
**6 CTS/L.**



Aprovecha todas las ventajas que te ofrece Cepsa por ser colegiado y titular de la Tarjeta Star Direct de Cepsa:

- Descuentos en los carburantes de la gama Star desde
- Descuentos en los carburantes de alta gama Óptima desde

**6 CTS/L**

**7,5 CTS/L**

Y esa es solo la primera de las ventajas de la Tarjeta Star Direct de Cepsa:



- Gratis.
- Sin aval.
- Gestión online.
- Facturación electrónica.



Solicita tu Tarjeta Star Direct de Cepsa, o más información sobre los descuentos si ya eres titular, a través de tu Colegio.

**Tarjetas Star de Cepsa,  
para ir a lo seguro.**

Descuento en carburante válido para titulares de la Tarjeta Star Direct de Cepsa.  
Compatible con otros medios de descuento (Club Carrefour, Visa Cepsa, etc.)

## RIESGOS ECONÓMICOS Y GEOPOLÍTICOS

**Federico Steinberg**

*Profesor de Fundamentos de Análisis Económico, UAM  
Investigador, Real Instituto Elcano*

---

### RESUMEN

Este artículo analiza los riesgos a los que se enfrenta la economía mundial en 2016. Tras esbozar algunas de las principales tendencias globales que dibujan un mundo en transición y cada vez más caótico y desgobernado, se analizan los riesgos económicos y geopolíticos, se explica por qué lo más probable es que no se materialicen crisis importantes y se esbozan algunos de los retos que la economía mundial tiene a más largo plazo.

### PALABRAS CLAVE

Crecimiento, Riesgos, Recesión, Política económica.

---

### 1. Introducción

La economía mundial se está desacelerando. Tras la débil recuperación que ha seguido a la Gran Recesión (2008-2010), en la que el crecimiento de los países avanzados se hundió pero el de los países emergentes se mantuvo bastante sólido, estamos asistiendo a una desaceleración generalizada del crecimiento en las potencias emergentes. Como esta no va acompañada de una aceleración suficiente del dinamismo de los países avanzados, el ritmo de crecimiento de la economía mundial se está resintiendo.

Sin embargo, a pesar de este contexto de desaceleración, no parece probable que la economía mundial vaya a sufrir eventos sistémicos graves que la lleven a una recesión global. Aunque es imposible anticipar los *cisnes negros* (sucesos altamente improbables pero con consecuencias catastróficas) no parece que a lo largo de 2016 se vayan a producir eventos que precipiten una crisis generalizada y abrupta. De hecho, los dos principales peligros que la economía mundial ya enfrentó a mediados de 2015 (la posible salida de Grecia del euro y una profunda crisis en China), pudieron ser evitados. Y, aunque la incertidumbre alrededor de la economía china es todavía grande, parece que las autoridades han logrado evitar un colapso de su economía.

Eso no significa que no existan riesgos. Como veremos en las próximas páginas, existen elementos de preocupación tanto en el campo económico como en el geopolítico. Asimismo, la economía mundial se enfrenta a enormes retos de largo plazo que sus líderes no saben cómo abordar, desde los altos niveles de endeudamiento hasta el cambio climático, pasando por la caída del crecimiento potencial. Sin embargo, la tesis central de este artículo es que es poco probable que a lo largo del año 2016 vayan a producirse eventos económicos o geopolíticos de carácter sistémico que cambien profundamente la tendencia de suave desaceleración global en la que nos encontramos. Habrá problemas que se circunscriban a determinadas regiones, como la recesión que atravesarán algunos países exportadores de materias primas debido a los bajos precios de las *commodities*, o las complejas implicaciones internacionales del conflicto en Siria y sus vecinos (tanto en términos de refugiados como de posibles ataques terroristas del Daesh en países occidentales). Pero no es probable que ninguno de ellos constituya un punto de inflexión (económico o geoestratégico) como el que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008 o los atentados del 11-S en Estados Unidos en 2001.

Para ir desgranando los riesgos que enfrenta la economía mundial el artículo se divide en dos partes. Pri-

mero se esbozan algunas de las principales tendencias globales que dibujan un mundo en transición y cada vez más caótico y desgobernado, pero que también abre enormes oportunidades para los países, empresas o ciudadanos que sepan aprovecharlos. A continuación se analizan los riesgos económicos y geopolíticos, insistiendo en que lo más probable es que no se materialicen crisis importantes, y se esbozan algunos de los retos que la economía mundial tiene a más largo plazo.

## 2. Un mundo en transición

Cualquier análisis de los riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la economía mundial debe partir de entender el complejo contexto de cambio que está atravesando el mundo y, muy especialmente, las relaciones económicas y políticas internacionales.

En primer lugar, desde hace ya algunas décadas, está teniendo lugar un proceso de convergencia entre las economías avanzadas y las emergentes acompañado de un aumento de la interdependencia entre todas ellas, que da lugar a una economía mundial cada vez más multipolar y con menor dominio de occidente sobre el resto que en el pasado. La globalización económica y la tendencia a la convergencia de los niveles de productividad entre los países más ricos y los de renta media y media baja (causada por una combinación de aumento de la velocidad de la difusión de la tecnología y buenas políticas públicas en los países emergentes) hace que la brecha de riqueza entre los países avanzados y el resto se esté estrechando rápidamente. A pesar de que algunos de los países más pobres del mundo (sobre todo en África Subsahariana y Asia Central) no estén participando de este proceso, y a pesar de que las grandes economías emergentes estén creciendo más lentamente que en los últimos lustros, este proceso de convergencia seguramente continuará durante las próximas décadas. Así, el auge económico del mundo no occidental es un fenómeno prácticamente imparable, lo que no implica, necesariamente, que estos países vayan a adelantar a Estados Unidos y Europa en niveles de bienestar, solo supone que cerrarán la enorme brecha en renta per cápita con los países ricos que existe desde la Revolución Industrial. Este proceso nos está

llevando a una economía cada vez más multipolar, donde los viejos conceptos de *centro* y *periferia* pierden su significado. Asimismo, el epicentro geográfico de la economía mundial se está desplazando con rapidez desde el Atlántico hacia el Pacífico, lo que permite hablar de un siglo XXI asiático.

En segundo lugar, y yendo más allá de los indicadores económicos, nos encontramos con un mundo con menos conflictos bélicos entre Estados (aunque con más conflictos dentro de los mismos), con más países democráticos que en el pasado, y con sociedades más desiguales, más urbanas y más envejecidas en los países avanzados (y China), pero no en el resto de países emergentes. Todas estas tendencias sociopolíticas también parecen haber llegado para quedarse. La urbanización continuará avanzando, sobre todo en Asia y África, donde todavía más del 50% de la población vive en zonas rurales, y el envejecimiento de la población se hará más intenso, poniendo en jaque los Estados de bienestar en los países avanzados y planteando serios problemas para el crecimiento en China. Asimismo, a menos que se pongan en marcha políticas radicalmente distintas para redistribuir la renta y la riqueza (algo poco probable), la desigualdad continuará aumentando, tanto en los países avanzados como, sobre todo, en los emergentes, ya que la robotización y la automatización de la producción contribuirán de manera sustantiva al aumento de la desigualdad mediante la eliminación de muchos empleos.

Las implicaciones de estas macro tendencias económicas y sociales para las relaciones económicas internacionales son todavía inciertas. Sin embargo, se puede aventurar que asistiremos a una creciente rivalidad y competencia entre Estados (sobre todo entre las potencias en declive y las potencias en auge), que podrían hacer más difícil la cooperación económica internacional y poner presión para la transformación de las instituciones económicas internacionales. Aun así, la probabilidad de conflictos militares entre grandes potencias es baja porque la interdependencia económica es muy alta, lo que no quiere decir que no pueda haber crecientes fricciones en el campo comercial y financiero o que no pueda haber *accidentes* que lleven a enfrentamientos.

### 3. Riesgos para 2016

En este contexto, 2016 se plantea como un año de continuidad en el que no se atisban riesgos de carácter sistémico, pero que tiene varios focos de incertidumbre, tanto económicos como geopolíticos, que podrían dar lugar a crisis localizadas.

Comenzando por los económicos, el primer foco de riesgo sigue siendo China. Aunque el hundimiento de la bolsa de Shanghái que tuvo lugar a mediados de 2015, y que generó un contagio posiblemente exagerado hacia los mercados europeos y americanos, parece estar controlado, el hecho de que la economía más grande del mundo (medida a Paridad del Poder de Compra) se esté desacelerando y necesite modificar su patrón de crecimiento para evitar la *trampa de la renta media* resulta preocupante. La falta de transparencia sobre las cifras de crecimiento real en China, la creciente deuda que acumulan empresas, gobiernos regionales y el sistema bancario en la sombra, y la incertidumbre sobre la capacidad de sus líderes para lograr una desaceleración suave de su economía en vez de un colapso, seguirán nublando el horizonte de la economía china durante 2016. Sin embargo, parece existir un consenso en que, aunque los retos a los que se enfrenta la economía china son enormes, lo más probable es que las autoridades sean capaces de evitar un descalabro económico, que sin duda generaría una crisis económica global.

Un segundo factor de riesgo sigue siendo Grecia. Aunque lo más probable es que el gobierno sea capaz de honrar sus compromisos con las instituciones europeas (y, por tanto, siga teniendo acceso a los fondos que le permitan evitar un impago), nada asegura que no vayan a repetirse tensiones. El retraso en la implementación de las reformas o el impacto de la tercera recesión que atraviesa Grecia, podrían volver a generar ruido en los mercados. Sin embargo, y esta es la buena noticia, parece que, por el momento, el temido escenario del *Grexit* ha sido descartado.

Un tercer elemento de riesgo es el impacto que la caída del precio del petróleo (y otras materias primas) puede tener en las economías exportadoras de *commodities* que son altamente dependientes de estos productos para su estabilidad fiscal. Este problema, que afecta es-

pecialmente a algunos países de América del Sur, pero también a países como Rusia y a empresas occidentales que han invertido en estos sectores en las economías emergentes anticipando precios altos durante los próximos años, podría generar problemas si lleva a impagos soberanos o corporativos. En todo caso, no es de esperar que este tipo de dificultades, de producirse, vayan a generar un efecto contagio al conjunto de las economías emergentes. Y también es importante recordar que, en principio, la bajada del precio del petróleo es positiva para el crecimiento de los países importadores como Estados Unidos, Japón o las potencias europeas.

El último factor económico de incertidumbre es cómo van a reaccionar los mercados (bursátiles, de bonos y cambiarios) ante la subida de tipos de interés en Estados Unidos. Asimismo, podrían aparecer problemas por el hecho de que la Reserva Federal (y previsiblemente el Banco de Inglaterra) subirán los tipos de interés mientras el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco Central Chino mantendrán políticas monetarias expansivas, en algunos casos de expansión cuantitativa. Esto podría generar bruscas salidas de capital de algunas economías emergentes (sobre todo si acumulan desequilibrios externos y han sufrido burbujas en los mercados de activos en los últimos años) y depreciación de sus monedas, lo que podría llevar a problemas para hacer frente a la deuda de aquellos países (y sobre todo empresas) que se hayan endeudado en dólares. Por último, si se producen movimientos cambiarios (de apreciación del dólar contra las demás monedas y de aumento de la volatilidad) bruscos, podríamos volver a vivir episodios de *guerra de divisas*, en los que las distintas potencias se recriminan mutuamente que sus políticas monetarias buscan empobrecer al vecino, lo que podría desembocar en tensiones proteccionistas.

A estos riesgos económicos hay que añadirle los de carácter geopolítico. Los principales provienen de las tensiones en la ex-URSS (Ucrania), en Oriente Medio y el norte de África, tanto vinculadas a la política expansionista rusa como a la evolución de la guerra civil en Siria y los ataques del Daesh, que también podrían aumentar el flujo de refugiados hacia Europa. Asimismo, no es descartable una escalada de conflic-

tos en el mar de China por la rivalidad entre China y Japón. Por último, hay que señalar los riesgos provenientes tanto del terrorismo *clásico* como de los ciberataques, que han hecho de la ciberseguridad un campo del que tanto Estados como empresas deberán estar cada vez más pendientes.

#### 4. Conclusión

Como hemos mostrado, la economía mundial está en transición y desaceleración, tiene importantes focos de riesgo, pero no es probable que estos se vayan a materializar de forma abrupta generando una crisis sistémica. En todo caso, más allá de estos riesgos de corto plazo identificados para 2016, la economía mundial tendrá que gestionar durante

los próximos años una serie de retos más complejos. El alto endeudamiento que atenaza a los países avanzados, la baja inflación, el envejecimiento y el bajo crecimiento de la productividad dibujan un complejo panorama de *estancamiento secular* que, de traducirse en bajos niveles de crecimiento, resultaría preocupante. Asimismo, el problema del cambio climático, la creciente rivalidad por los recursos, el riesgo de fragmentación del sistema comercial mundial en bloques enfrentados o la guerra de divisas, serán temas que los líderes de las principales potencias tendrán que abordar. El problema es que las estructuras de gobernanza global con las que cuenta la comunidad internacional son débiles, lo que hará difícil lograr acuerdos de coordinación entre las distintas políticas nacionales.



## PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA 2015



Angus Deaton

# INCONFORMISTA, POLIFORME, ESTIMULANTE E INCORRECTAMENTE CORRECTO: EL PENSAMIENTO DEL ÚLTIMO “NOBEL” DE ECONOMÍA

**Fernando Méndez Ibisate**

*Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM*

## RESUMEN

Con motivo de la concesión del Premio de Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel en 2015 al profesor Angus Stewart Deaton, que imparte Economía y Asuntos Internacionales en el departamento de Economía de la Universidad de Princeton, y sobre la base de sus contribuciones más destacadas, referidas por el Comité Organizador de los Premios Nobel, pretenden estas líneas considerar las ideas, trabajos y resultados del galardonado, tanto en su aspecto analítico o teórico como de sus observaciones y recomendaciones de actuación, privada o de las administraciones, sustentadas en dichos modelos analíticos y microeconómicos, que además incluyen sustanciales aportaciones al tratamiento y elaboración de los sistemas de datos.

Mi perspectiva o lectura intenta encuadrar el pensamiento y las proposiciones del profesor Deaton en las más recientes y próximas –por el tiempo, lugar o su popularidad– polémicas sobre el eterno problema del desarrollo y el progreso económico. Máxime cuando tenemos en cuenta que Deaton inicio sus investigaciones a principios de la década de los setenta y que muchas de sus aportaciones y resultados se han incorporado, hace tiempo, como métodos, sistemas de análisis o modelos habituales para los problemas que trata.

Principalmente juego con el encasillamiento que, desde una perspectiva actual y categórica, aunque completamente falaz, tiende a excluir a los defensores del mercado de los economistas que procuran el bienestar y la felicidad de sus semejantes; buscan el desarrollo y el progreso de las sociedades, es decir, de los individuos que componen éstas o sus economías; luchan contra la pobreza o se preocupan por el análisis de la desigualdad.

## PALABRAS CLAVE

Teoría de la demanda, Consumo, Sistema Cuasi Ideal de Demanda (AIDS), Paradoja de Deaton, Pobreza, Bienestar, Felicidad, Desarrollo y progreso, Microeconomía, Encuestas de presupuestos familiares.

*Por su análisis del consumo, la pobreza y el bienestar.* Así alegan la Fundación Nobel y la Real Academia de Ciencias de Suecia la decisión de otorgar el último Premio Nobel de Economía, en realidad Premio de Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel de 2015, dispuesto y financiado por el Banco de Suecia desde 1968, al profesor de Princeton (NJ, USA) Angus Deaton, de origen escocés (Edimburgo, 1945) y nacionalidad tanto británica como estadounidense.

Ante tales credenciales en sus temas de investigación, pocos eludirán inmediatamente una interpretación políticamente correcta, así como la ubicación de Angus Deaton en la estancia de los economistas e investigadores *progres*, defensores de lo que se ha dado en lla-

mar valores sociales (1) y, por consiguiente, opuestos al capitalismo o al libre mercado (no entro en disquisiciones sutiles o diferenciaciones inútiles entre ambos para el objetivo y concepción general que se tiende a manejar). Pero, en Deaton, muchas cosas no son lo que parecen y, como gran investigador y científico que es, nada es definitivo... al menos mientras no se demuestre lo contrario.

Su conocimiento e ingenio gustan de ponerlo todo patas arriba, no dar por hecho nada y, desde luego, procura ante todo no ser dogmático en sus ideas, ni en sus resultados científicos. Incluso cuando sostiene que, al igual que hacemos con el conocimiento, el progreso económico funciona mediante el *ensayo y error* (2),

Deaton busca también cuestionar las denominadas pruebas controladas aleatorias (RCT o *randomized controlled trial*), utilizadas como forma eficiente de reducir la influencia de variables externas o el sesgo cognitivo en la interpretación de la información disponible. En tal sentido, Deaton acepta que tanto el desarrollo reciente de la teoría económica experimental como el uso de las RCT, con partidarios destacados como el también Nobel de Economía Vernon Smith, pueden ser de gran utilidad y ayuda para la investigación pero advierte sobre el peligro de convertir, tanto el método de análisis como sus resultados, en verdades incuestionables y que adopten un carácter de infalibilidad. Explica Deaton que también los expertos mostraron un entusiasmo y admiración inquebrantables cuando décadas atrás se desarrollaron las regresiones mediante el uso y descubrimiento de —entonces nuevas— técnicas de análisis de series temporales y modelos autorregresivos que, con el tiempo, ayudado este por la última crisis económica, se han ubicado en su justo lugar, como muy útiles pero no definitivas, completas o concluyentes en el análisis económico. Algo parecido puede decirse del sistema o modelo de equilibrio general, desarrollado en el último tercio del siglo XIX y ampliamente abrazado y utilizado hasta hace muy pocas décadas, con menos frutos y menos aplicabilidad real para el conocimiento económico que el caso anterior. El propio Deaton se refería a las RCT como algo demasiado largo y complejo para determinadas tareas relativamente simples y las comparaba con esas máquinas o mecanismos sofisticados y hasta retorcidos que el coyote utilizaba para atrapar al correccaminos.

Lo que es innegable es que los estudios e investigaciones de Angus Deaton, que desde sus inicios han cambiado buena parte del panorama del análisis económico, tanto teórico como aplicado, incidiendo en la presencia y relevancia de la microeconomía en el mismo, han resultado de gran erudición, de utilidad práctica y cuantificable —al tiempo que han cambiado los patrones de definición, uso y medición de las variables tratadas— y de gran estímulo para la discusión y el avance del conocimiento económico, especialmente en las áreas o campos aludidos por la organización de los Nobel.

Angus Deaton sí es *progre*, pero precisamente porque no desdeña el libre mercado; porque en su afán por es-

tudiar el consumo, la pobreza y el bienestar entiende, escudriña e interpreta las instituciones que han contribuido en el tiempo al progreso de las personas y de la economía (3), constatando que el libre mercado —o si se quiere, el capitalismo— ha sido y es fundamental en dicho proceso. Lamentablemente, por el enorme error que supone, son mayoría los economistas y no digamos las personas, aunque Deaton no se encuentre entre ellos, que realmente creen, exponen y defienden que el libre mercado es contrario al progreso, bienestar y mejora de las personas y las sociedades que esas personas forman.

Y el mercado o es libre, es decir responde a los principios de *no coacción* o contratos libres y voluntarios; de *no engaño*, es decir, permite y facilita el desarrollo de instituciones de todo tipo para minorar los costes de transacción (4), y de respeto por la propiedad privada (5); o no es mercado. Ciertamente es, desde luego, que todo ello exige ser conscientes de que en nuestro mundo o realidad —al menos en esta, si atendemos a la física cuántica— no existe la perfección: ni de libertad, ni de competencia, ni de monopolio... Basta con mirarnos al espejo cada mañana al despertar para comprobarlo y para comprobar, también, otra de las ideas importantes que maneja Angus Deaton, aunque no sea propia u originaria suya: las personas tampoco somos iguales. Realidad que no excluye una igualdad posible, que mejora los resultados de la interacción social y que, además, lo que es clave, no entra en conflicto con la libertad, con nuestra libertad: la *igualdad ante la ley*; no la igualdad *mediante* la ley, principio que puede derivar en totalitarismo, despotismo, tiranía...

Lo anterior no excluye la aceptación de que el mercado no resuelve absolutamente todo y, como ya señalé, desde luego no lo hace de forma perfectamente eficiente. Sí de forma eficiente, sin perfecciones. Muchos problemas se plantean en el devenir del mercado, ya lo advirtió A. Smith en 1776, sobre todo cuando se refirió a los arreglos, acomodos y componendas que pergeñaban industriales y comerciantes (empresarios) en contra del interés del resto de los ciudadanos, los consumidores. Por ello, otras instituciones, privadas o públicas, intervienen y son importantes en el devenir de la economía, generando a su vez, como sabemos que hacen las instituciones, otros costes diversos aunque minoren muchos.

Deaton incorpora a sus estudios y análisis estas complicaciones porque contempla el problema económico como algo muy complejo y no unidireccional. Así, cuando se le pregunta por el capitalismo como un sistema fallido, él responde: *¿Cuál es la alternativa? ¿El comunismo? El problema siempre es el mismo: alcanzar el grado óptimo de interferencia del Estado en la economía.* Y está pensando, sobre todo, en las condiciones extremas de desigualdad pues sostiene en sus estudios que sus consecuencias nada tienen que ver con el resentimiento, la envidia o la lucha de clases –algo que, sin embargo, podría argumentarse para la desigualdad no extrema– (6), sino con el sistema democrático (entendiendo que quiere decir democracias liberales o estado de derecho) y su supervivencia: *La igualdad política, que es un requisito en el sistema democrático, está siempre bajo amenaza por la desigualdad económica, y mientras más extrema sea la desigualdad económica, más grande será la amenaza para la democracia.* Pero el argumento también va en dirección contraria: *si la existencia de la democracia (la libertad, prefiero) está comprometida, también lo está el bienestar de las personas.*

Los primeros trabajos e investigaciones desarrollados por Deaton, que se publicaron a mediados de los años setenta (1974), versaban sobre demandas de consumo individuales y agregadas y preferencias (problemas de adición de las mismas y preferencias reveladas, que más tarde emplearía en sus análisis sobre pobreza y bienestar). Como bien sabemos, en los años setenta, y aun en los ochenta y noventa, imperaba la investigación macroeconómica –el enfoque de grandes agregados– y los modelos de tipo o desarrollo keynesiano. A lo largo de esas décadas, con un cambio ya sustancial en los noventa, eran menos las publicaciones referidas a problemas de microeconomía –tal vez pueda excluirse de tal aserto el equilibrio general, aunque también derivó en similar enfoque agregado– y, desde luego, no imperaba la difuminación hoy existente entre las parcelas de la micro y la macro y aún menos el final de dicha dicotomía que ha tenido lugar con el desarrollo de la microfundamentación del análisis de variables económicas agregadas a partir de los noventa, cuyas raíces o primeros estímulos de tal proceso pueden rastrearse en algunas de las primeras propuestas de M. Friedman sobre el consumo (1957) y, sobre todo, a partir de la conocida como *crítica de Lucas* (1976).

Angus Deaton ha contribuido de manera muy significativa a acabar con tal separación de mundos –micro y macro– y no es la primera ocasión, pues fue una consideración que se hizo con anterioridad sobre otros galardonados como McFadden, Kydland, Prescott o Sargent, que el Nobel de Economía premia esa aportación del enfoque microeconómico al análisis y medición de cuestiones, problemas y variables globales o agregadas. Así pues, más que el hecho de centrar su investigación y análisis en la microeconomía en lugar de en la macroeconomía, especialmente en un periodo no muy propicio, la auténtica aportación de Deaton en este aspecto ha sido interpretar las grandes variables y datos conjuntos no como meras agregaciones, con los problemas que ello ha planteado durante décadas, sino desde los fundamentos y bases analíticas que sustentan la microeconomía (7).

Especialmente en el ámbito del consumo, sus avances en la medición de variables y en el análisis de datos empíricos sobre fundamentos microeconómicos –principalmente datos obtenidos a partir de encuestas familiares o de consumo que incluyen diferentes actitudes frente al mismo– han supuesto un hito en la incorporación e interpretación de las decisiones individuales con restricciones (diversas y cambiantes) para analizar comportamientos de variables agregadas, como el consumo o el ahorro de las familias, y más adelante incluso su nivel de bienestar. Es pues difícil, no digo que imposible pero sí extravagante, sobre la base de este método y de estas ideas, que los datos de los grandes agregados como consumo, ahorro, inversión, PIB o empleo estén mejorando y que, como se ha llegado a afirmar durante el reciente proceso de recuperación de la crisis de 2007, las personas, las familias, no lleguen a percibir o no noten dicha mejora durante más de un año, aunque sea de forma lenta. Lo mismo puede aplicarse cuando empeoran.

Debido a su formación matemática, sus investigaciones y análisis sobre la demanda del consumidor han sido teóricos, tanto desde el punto de vista de la teoría pura de la demanda o de las decisiones de los consumidores, como también por sus contribuciones a los modelos, sistemas o métodos de enfocar y calibrar las mediciones de las decisiones de los consumidores. Los procesos de cuantificación a los que sometió sus

análisis pronto le llevaron a plantearse problemas de economía aplicada relacionados con esos temas y a estudiar asuntos relativos a la pobreza, la desigualdad, la nutrición y la talla a la par que desarrollaba el uso y perfeccionamiento de las encuestas familiares para sus investigaciones.

Sus trabajos sobre la demanda y las decisiones de los consumidores han permitido entender mucho mejor los factores que pueden determinar las distribuciones del consumo entre individuos dentro de una sociedad y, comparativamente, entre diferentes sociedades. Junto con sus primeras publicaciones de mediciones históricas (series temporales) de la demanda de consumo en Gran Bretaña entre 1900 y 1970, donde analiza y muestra las relaciones de demanda de nueve productos básicos a través de los precios e ingresos para todos ellos (elasticidades precio y renta cruzadas), con resultados *ampliamente consistentes con la teoría de la demanda neoclásica* (8), Deaton propuso, en colaboración con John Muellbauer, el conocido como Sistema Cuasi Ideal de Demanda, cuyas siglas en inglés (AIDS de *Almost Ideal Demand System*) coinciden, de forma curiosa y desafortunada, con las de la famosa enfermedad.

Mediante el estudio cuantitativo de opciones de consumo a través de diferentes grupos de bienes o mercancías, este AIDS –no el otro– proporciona un tratamiento de la demanda de consumo agregado diferente, y más rico en resultados, al tratamiento más tradicional de la demanda de consumo que resulta del comportamiento maximizador de un único consumidor representativo. Y lo hace a partir de funciones de gasto que permiten establecer componentes de demanda diferenciados, o comportamientos de consumo individuales distinguidos, según los niveles de participación de diferentes grupos de bienes y servicios en el presupuesto de los agentes. Ello permite determinar cuál será la asignación óptima de gastos entre diversos grupos de productos generales o con elevado grado de agregación, por ejemplo calzado, detergentes o cervezas, e igualmente permite analizar y establecer sistemas de demanda de marcas que determinan asignaciones óptimas de gasto para una determinada categoría de productos y por marcas, independientemente de la asignación de gasto en otras categorías de productos

o grupos de bienes (9). Un resultado o secuela de este tipo de análisis es el intento de mejora o perfeccionamiento en la definición, composición y cálculo de los índices de precios y en los índices de paridad de poder adquisitivo entre países, asuntos a los que Deaton también ha contribuido de manera notable, pionera y extremadamente útil para los cálculos o estimaciones sobre pobreza y bienestar.

El desarrollo de ese análisis del comportamiento del consumo, en términos individuales, le condujo, por un lado, al diseño y evaluación de políticas adecuadas tendentes a promover el bienestar de las sociedades y a reducir los niveles de pobreza, según grupos de consumo: por ejemplo, introducción de subsidios concretos o cambios en los impuestos al consumo o de impuestos indirectos (IVA) que repercuten especialmente sobre un determinado tipo de consumo y, así, investigar sus efectos en el bienestar para diferentes grupos de ingresos o estructuras presupuestarias dentro de un país. Y, por otro lado, le llevó a extender sus análisis a las decisiones de las familias o de la sociedad sobre su distribución, respuestas y posibilidades –por ejemplo, según diferentes restricciones de financiación–créditos o incertidumbre idiosincrásica– entre consumo y ahorro a lo largo del tiempo.

De ahí pasó a enunciar la Paradoja de Deaton, en la que trata de explicar por qué se observa que ante variaciones imprevistas e intensas de la renta permanente, el consumo se adapta siguiendo una senda suave, en lugar de mostrar también ajustes bruscos. Deaton propuso cambiar la perspectiva de relaciones agregadas entre consumo y renta (o ingreso) y aplicar un análisis de cómo los individuos o grupos de individuos adaptan sus propios consumos a sus ingresos particulares, lo que desencadena fluctuaciones de la renta muy diferentes, obteniendo como resultado que el comportamiento del consumo resulta más volátil que el de los ingresos cuando se agrega a la manera tradicional, a partir de preferencias individuales mediante el uso de un consumidor representativo (10). Estos aspectos de su trabajo recogen en buena medida el proceso antes referido de aproximación a temas, asuntos o variables agregados –macroeconómicos– a partir de comportamientos y datos microeconómicos.

Todas estas investigaciones y consideraciones, como por ejemplo la idea de que las decisiones por parte de los individuos, o la distribución de las familias, entre el consumo y el ahorro a lo largo del tiempo dependen de variables tales como la incertidumbre idiosincrásica, es decir de rasgos distintivos y propios respecto del nivel de ingresos en que se ubiquen o esperan ubicarse en el futuro; o de las costumbres y tradiciones culturales en que se encuentren; e incluso de los niveles de salud o de las perspectivas de cambio de dichos niveles llevaron a Angus Deaton a trabajar y publicar sobre los temas que más popularidad le han otorgado, aunque también han sido esos resultados e ideas los que se han utilizado para encasillarlo en alguno de los estereotipos, muy propios del momento, entre los defensores o detractores del libre mercado: se trata de sus análisis sobre la pobreza y el bienestar.

De nuevo, tampoco es la primera vez que dicho campo de análisis de la pobreza, el desarrollo y el bienestar social se distingue por la organización de los premios Nobel con el Premio de Ciencias Económicas. En el recuerdo están Amartya Sen (1998), cuyas importantes y considerables contribuciones sin duda tienen una lectura más políticamente correcta, o Theodore W. Schultz (1979) que, siendo más innovador respecto al enfoque de su tiempo, y ello a pesar de mantener un esquema más neoclásico –tampoco Sen se aparta del mismo–, sus análisis, advertencias y recomendaciones se han incorporado plenamente al análisis actual de la pobreza o riqueza y la consecución del bienestar de las sociedades. En este mismo campo también sobresalió Peter Bauer, cuyas contribuciones a la economía del desarrollo y a la ayuda exterior estuvieron a la par de las de Schultz en originalidad, calidad y trascendencia; que utilizó igualmente un esquema teórico y analítico clásico o neoclásico; que, lejos de otro tiempo, también hoy se consideran sus aportaciones como válidas y eficaces para el entendimiento y resolución de los problemas de pobreza y bienestar de las sociedades menos favorecidas o en proceso de desarrollo, pero que, sin embargo, sus contribuciones no han sido reconocidas por igual. No obstante lo cito porque algunas de las hipótesis y deducciones de Angus Deaton no se encuentran tan lejanas de las proposiciones e ideas de Bauer.

También la cuestión de los niveles de vida, la pobreza y el bienestar ha sido abordada por Angus Deaton con nuevas herramientas de análisis y econometría aplicada, utilizando con iniciativa, agudeza y profusión las encuestas de los hogares en los países en desarrollo e incluyendo, por ejemplo, en la concepción de la pobreza y el bienestar, análisis y mediciones de la salud de los diversos grupos de una sociedad, algo que hoy ya es corriente, pero sobre todo aportando sistemas y métodos de medición tanto de la pobreza como del bienestar económico muy valiosos e inéditos.

Lejos del ámbito macroeconómico o basado en variables agregadas, sus aportaciones en las mediciones de la pobreza y el bienestar económico mediante el uso de niveles de consumo individuales o por grupos de individuos, utilizando herramientas econométricas –datos transversales o de sección cruzada reiterados– que le permiten discernir dentro de las encuestas de presupuestos familiares sobre cuestiones tales como la relación entre ingresos y estatura o analizar los grados de discriminación internos, dentro de las familias, sobre su gasto o su consumo, han permitido y abierto una vía o conjunto de nuevas investigaciones en esa dirección, que utilizan las herramientas empíricas, sobre bases de datos desagregados o microeconómicos, establecidas por él.

El trabajo empírico de Deaton permite demostrar que, en muchas ocasiones y debido a problemas de obtención de datos o de retracción o eliminación del panel, el análisis y recopilación reiterada de datos de corte transversal mediante procesos de sección cruzada (que utiliza grupos o cohortes, en lugar de unidades u hogares individuales) resulta un método no solo más simple y barato, sino también más eficaz y preferible que el uso de datos de panel o construcciones de series temporales por cada unidad de sección cruzada; es decir, datos de una muestra sin cambios de los hogares, año tras año. Pero, además, logra abordar y resolver problemas, no por conocidos o intuitivos menos complejos, sobre cómo medir y comparar temporal y espacialmente los datos de pobreza –incluso su misma delimitación o definición–, el gasto en consumo de los hogares o el bienestar, cuando se producen complicadas diferencias de precios locales; el tipo de mercancías

o bienes consumidos no es el mismo o no son de la misma calidad; o, incluso, ni siquiera esas variables son directamente observables.

El enfoque de Deaton habilita, de ese modo, un tratamiento de la teoría del desarrollo basada en datos empíricos individuales concretos y detallados, a partir de las encuestas familiares, que le permiten extraer datos de consumo y gasto por grupos de consumidores, más o menos amplios, de los que deriva análisis diferentes o de aspectos diferentes del bienestar en sociedades pobres y permitiendo identificar deficiencias o inexactitudes a la hora de tratar de medir y comparar los niveles de vida y de bienestar en diferentes lugares o diferentes épocas.

Así, en 2010 y junto a Daniel Kahneman, publicó un artículo, bajo el título de *Los ingresos elevados mejoran la valoración (apreciación) de la vida pero no el bienestar emocional*, donde cifraban en 75.000 dólares anuales de esa época el límite en el que las personas, normalmente, consideran que su sensación de bienestar no va a mejorar por una obtención mayor de ingresos o renta. Lo que no quita que tales incrementos o mejoras proporcionen otras satisfacciones o sensaciones positivas (por ejemplo, poder).

No obstante, lo que más se ha destacado, incluso exagerándolo, han sido las diversas declaraciones o proposiciones que el galardonado ha realizado y enunciado a raíz de las varias entrevistas que, o bien ya había concedido y que ahora retornan a las primeras páginas, o bien ha realizado con motivo de su premio Nobel. Permítaseme finalizar con algunas de sus frases impactantes sobre problemas diversos de riqueza, desarrollo, pobreza, bienestar, felicidad, igualdad o ayuda externa. Están reproducidas sin orden o intención, pero de forma atrevida y tratando de exhibir contradicciones. Muchas de ellas fueron publicadas en una entrevista concedida en España en 2012, tras la consecución del premio Fronteras del Conocimiento, de la Fundación BBVA, en 2011, y en pleno agravamiento de la crisis por la deuda soberana (11). Ahí van.

*Este libro (12) trata del interminable baile entre la desigualdad y el progreso; sobre cómo el progreso crea desigualdad, y cómo la desigualdad puede ser de gran ayuda algunas veces (mostrándonos otros caminos, proveyendo incen-*

*tivos para alcanzarlos) o a veces solo un estorbo (cuando los que han logrado huir protegen sus posiciones destruyendo las rutas por las que lograron su evasión).*

*Los muy ricos tienen poca necesidad de que el Estado les provea de educación o cuidados médicos... Tienen incluso menos razones para apoyar el seguro médico universal o preocuparse por la baja calidad de las escuelas públicas que pueblan gran parte del país. Ellos se opondrán a cualquier regulación de los bancos que limite sus ganancias, incluso si dicha regulación ayuda a quienes no pueden cubrir su hipoteca o protege a la población de préstamos saqueadores o abusivos, publicidad, reclamos o promociones engañosas o previene de la repetición de una crisis financiera.*

*Mi instinto siempre ha sido estar en contra de la austeridad, pero ya no estoy tan convencido... Su [el de Margaret Thatcher] programa de austeridad nos pareció terrible, pero está claro que a largo plazo funcionó.*

*La austeridad está empeorando la situación [en la eurozona y en 2012], pero teniendo en cuenta que países como España o Grecia están encerrados en el euro, no sé si hay otra solución... Los países periféricos [en 2012] estarían en una situación mejor si el euro nunca hubiese existido... pero las consecuencias de su desaparición serían terribles, y nadie quiere eso... es difícil imaginar la zona euro sin España.*

*Aunque siempre encontrarás a economistas que piensan que la austeridad es una buena idea, estoy seguro de que la mayoría no lo cree y nos gustaría ver más gasto. (Entrevista con EFE tras la noticia del galardón del Nobel).*

Esta es una de mis favoritas: *Lo que la mayoría de la gente dice sobre el funcionamiento de los mercados no tiene sentido. Decir que la Bolsa ha subido hoy porque ha sucedido tal cosa es un cuento chino. Al día siguiente ocurre lo mismo y se hunde. Y hay buenas razones para que así sea. Si los mercados fueran predecibles, sería más fácil hacerse rico. (¿No diría lo mismo E. Fama?).*

Al ser preguntado si puede sacarse alguna enseñanza de la crisis del euro, señala: *Sí, pero a largo plazo. En el futuro se tendrá más cuidado con las soluciones tecnocráticas. En el Reino Unido, y sé que en Francia es igual, los altos funcionarios del Estado son los mejores y los más listos del país. Pero acumulan mucho poder porque, cuando un gobierno se va y entra otro, ellos se quedan. En cierta*

*forma son quienes gobiernan el país. Conozco a muchos porque coincidí con ellos en Cambridge y ahora son todos lord o sir. El problema es que esa gente no es escogida democráticamente y pueden acumular un enorme poder que les permite gestionar el mercado común o construir el euro. La democracia debe estar por delante.*

*Sobre liberalización del mercado laboral y flexibilización del despido: La historia nos enseña que a los mercados les gustan este tipo de medidas porque estimulan el crecimiento. En Estados Unidos es muy fácil despedir a alguien y, como resultado, el mercado laboral produce muchos puestos de trabajo. La pregunta es si es mejor un país cuyas tasas de desempleo oscilan entre el 15% y el 20% pero en donde los que trabajan tienen un puesto seguro, o un país con un 5% de paro en el que los trabajos no sean tan seguros. Yo apostaría por el modelo americano.*

*La salida de las crisis es muy lenta, y no sé si los legisladores pueden acelerar ese proceso. Habrá una recuperación... Puede que empeore más antes de mejorar... Hemos estado aquí antes, hemos vivido etapas de austeridad y, tras un tiempo, la gente se olvida y el mundo se recupera. En 2016 estaremos mucho mejor y en 2020 la crisis será un episodio histórico más. (Dicho en 2012).*

*Las crisis están diseñadas para beneficiar a los ricos ya que gracias a ellas les resulta más fácil reescribir las normas. (¿Por qué los ricos en lugar de los poderosos?).*

*La gente no es consciente de lo que cuesta una sanidad pública universal. El copago es una buena idea. Sin él los médicos pueden acabar convertidos en trabajadores sociales: si estás triste, vas a la consulta a que te escuchen. No se trata de dejarla en manos del mercado, pero quizá tampoco sea viable hacer un trasplante de corazón a una persona de 96 años. (¿No es esto muy incorrecto? ¿O tal vez es lo contrario?).*

*Como economista tiendo a pensar que el dinero es bueno para las personas y me alegra encontrar evidencias de que esto es así... Si eres muy pobre, el dinero importa. Pero la duda surge cuando tienes suficiente para sobrevivir. La versión macroeconómica de que el dinero es bueno para las personas es el crecimiento, pero entonces surge la cuestión de si mejora nuestra vida o está acabando con el planeta y haciendo que la gente compita para vivir mejor que su vecino? Los economistas creemos que el dinero es*

*bueno y que cuanto más ganas, mejor vives. No encontramos un límite a esa regla. Además, sería muy arrogante pensar que vivimos mejor que nuestros padres pero que eso debería cambiar para nuestros hijos, por alguna razón.*

*Esta es clave: Cuanta más gente haya, más buenas ideas habrá para mejorar el mundo.*

*Suena sospechoso predicar la austeridad y, al mismo tiempo, decir el dinero no lo es todo. Pero hay un argumento válido detrás. La cuestión es decidir si la felicidad es todo lo que importa. Hay quien afirma que es así, pero no tiene sentido. Está bien ser feliz, pero no a cualquier precio.*

*El 85% de las personas a las que se les pregunta si fueron felices el día anterior responden que sí... Tenemos una población feliz, y cuando vas a los países más pobres, esos números son parecidos.*

*La desigualdad es algo enormemente complicado, que es tanto bueno como malo... El éxito crea desigualdad, pero no queremos ahogar el éxito... Ya tenemos las políticas redistributivas en el lugar correcto. (Sobre si deben subirse impuestos para minorar desigualdades).*

*La ayuda externa excesiva [o mal diseñada, según su libro citado de 2013] puede tener consecuencias no deseadas, ya que puede conducir a la corrupción y crear tensiones sociales entre las élites gobernantes y la población... En muchos países de África, gran parte de las arcas públicas están financiadas por la ayuda exterior. Los gobiernos viven de eso y no se esfuerzan por recaudar impuestos. La responsabilidad con los ciudadanos se anula. Eso jamás dará lugar a crecimiento económico o a la reducción de la pobreza a largo plazo.*

*Hay mucho más. En cualquier caso, no me negarán que en términos intelectuales y científicos es mucho más atractivo, sólido y, a pesar de sus debilidades keynesianas, mucho más divertido Angus Deaton que Thomas Piketty.*

#### NOTAS

- (1) Al hablar de la justicia distributiva, Aristóteles ya admitía que los valores sociales, en cuanto que valores fundamentales adoptados o admitidos por la mayoría de personas que componían una sociedad —una polis—, eran cambiantes y distintos según cada sociedad. Esto no es, ni significa, relativismo.

- (2) Probamos determinadas medidas en países pobres o en desarrollo para ver cómo funcionan; por ejemplo, ofrecemos incentivos a familias para que envíen a sus hijos a la escuela o se otorgan microcréditos para determinadas cosas —una máquina de coser— y no para otras, y a determinados grupos —mujeres en lugar de hombres—, usando como control a los que no se beneficia y, entonces, se miden las diferencias a lo largo del tiempo. Es una variante de lo que en historia se denomina un *contrafactual*.
- (3) Me gusta definirla como expresó A. Marshall en 1890: *La Economía Política o Economía es el estudio de las actividades humanas en los actos corrientes de la vida*.
- (4) Instituciones de diversa índole que van desde el *caveat emptor* o el *caveat ventor*, pasando por las empresas y las marcas, como nos enseñó R. Coase en 1937, o los tribunales de justicia, hasta el desarrollo y expansión del conocimiento y la información.
- (5) Entendida esta no como el derecho que uno tiene o disfruta de la posesión de una cosa, que no es así, sino como los límites que tal institución impone a los demás sobre el uso y disfrute de la cosa: mi propiedad sobre un bolígrafo no me otorga derecho a su uso indiscriminado o, por ejemplo, punible (clavárselo a alguien o molestarlo), por más que ese fuese mi disfrute de la cosa, sino que impone más bien límites sobre lo que el resto de las personas pueden o, mejor, no pueden hacer con ese bolígrafo.
- (6) Deaton afirma rotundamente: *La pobreza ha sido erradicada en muchos países. No hay nadie en Estados Unidos o España que viva con un dólar al día*. Y cuando se le insiste en que eso no significa que no haya pobres en esos países, señala: *Pero no es el tipo de pobreza de un dólar al día. Ese tipo de miseria [al que se refiere el entrevistador] es más difícil de eliminar; significa estrechar la distribución de la riqueza. En todo caso, el crecimiento ha permitido sacar a gran parte del mundo de la indigencia*.
- (7) En realidad y de algún modo, los economistas de la escuela clásica ya habían tratado fundamentalmente de cuestiones que hoy calificamos como macroeconómicas (crecimiento, renta, empleo y salarios, población, capital, ahorro e inversión, dinero, gastos e impuestos públicos...) pero principalmente desde una base microeconómica, fundamentada en un comportamiento y toma de decisiones individuales, todo ello dentro de un marco de libre mercado y empresa individual.
- (8) Deaton, A. (1974), «The Analysis of Consumer Demand in the United Kingdom, 1900-1970», *Econometrica*, 42(2), 341-367.
- (9) Las agrupaciones de bienes pueden hoy ser más específicas o sofisticadas, incluso atendiendo a intereses de mercadotecnia, si bien en los inicios de estos desarrollos teóricos consistían en agrupaciones del tipo alimentos, vestido y calzado, transporte, educación, salud... como puede verse hoy en los índices de precios al consumo actuales.
- (10) Observó que influían en los resultados el hecho de considerar las mencionadas restricciones sobre la financiación individual del consumo deseado (acceso a préstamos), así como el envejecimiento de las poblaciones o grupos de individuos analizados. En este segundo caso, la distribución del consumo entre todos los individuos de una determinada generación se abre en forma de abanico a medida que los individuos se hacen más viejos. La extensión o amplitud de dicho abanico permite evaluar en qué medida los individuos se aseguran contra perturbaciones o imprevistos sobre sus propios ingresos. Ambas han sido y son, o al menos debieran serlo, cuestiones de capital importancia para entender comportamientos en la pasada crisis de 2007-2013.
- (11) Enlace: <http://www.finanzas.com/xl-semanal/magazine/20120527/angus-deaton-crisis-estan-2649.html>
- (12) Se refiere a *The Great Escape: Health, Wealth, and the Origins of Inequality* (La gran evasión: salud, riqueza y los orígenes de la desigualdad; 360 páginas) publicado en 2013 y del que es parte de su prólogo el texto extraído.





# ECONOMISTAS

COLEGIO DE

MADRID

21 EUROS

[www.colegioeconomistasmadrid.com](http://www.colegioeconomistasmadrid.com)

Con el patrocinio de:



**Sabadell**  
Professional

